

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

PUC-RIO

TEXTO PARA DISCUSSÃO  
N.º 305

A DÍVIDA PÚBLICA EXTERNA BRASILEIRA  
EM FRANCO FRANCÊS, 1888-1956<sup>1</sup>

MARCELO DE PAIVA ABREU<sup>2</sup>

AGOSTO 1993

---

<sup>1</sup>Versão preliminar de 13.8.93 . Trabalho a ser apresentado ao I Congresso Brasileiro de História Econômica a ser realizado na USP, em São Paulo, de 7 a 10 de Setembro de 1993.

<sup>2</sup>O autor agradece o apoio do CNPq na forma de bolsa de pesquisa para o período 1993-1995.

Este artigo, que é um esforço de natureza preliminar relativo ao tema, faz parte de um programa de pesquisas mais abrangente sobre o endividamento externo brasileiro de 1889 a 1930 e a liquidação desta dívida a partir dos anos 30. Embora o endividamento externo em francos franceses correspondesse, em 1930, a menos de 6% do estoque total da dívida pública externa brasileira (ver tabela 1), a análise deste processo de endividamento tem particular interesse em vista da grande concentração da entrada de capitais em período relativamente curto antes de 1914 --- o que suscitou problemas específicos de difícil solução ---, da concentração em empréstimos de alto risco, e de ser a França o único credor cuja moeda teve a sua paridade legal em relação ao ouro alterada permanentemente no período de vigência do padrão ouro (**gold exchange standard**) a partir de 1928 .

Além desta introdução, e de uma seção conclusiva este artigo está dividido em três seções, definidas com base na cronologia do processo de endividamento. Na primeira seção trata-se do período anterior a 1914, incluindo o endividamento ainda no século passado e a maciça entrada de recursos no período 1905-1912. A segunda seção inclui a análise do processo de aumento da dívida como resultado da transferência de dívidas para a União e do ritmo extremamente moroso de pagamento de amortizações. Na terceira seção trata-se das formas de ajuste do serviço da dívida pública externa em francos à capacidade de pagamento do país num quadro de ajuste de todos os empréstimos públicos brasileiros a partir de 1931. Os empréstimos em francos, embora incluídos nas negociações do Funding Loan de 1931 e do Esquema Aranha de 1934, não se beneficiaram, em vista da ocupação da França em 1940, seja do Esquema Sousa Costa do mesmo ano, seja do acordo permanente negociado em 1943<sup>3</sup>.

Em contraste com empréstimos contraídos em libras esterlinas e dólares norte-americanos, as informações disponíveis sobre os empréstimos franceses são bastante limitadas, em particular no que diz respeito a serviço e a cotações anuais. Além disto há indicações de que, pelo menos no que diz respeito a empréstimos estaduais e municipais, é difícil separar com precisão tranches em francos de tranches em outras moedas européias. Como estes empréstimos estaduais e municipais foram objeto, a partir do período da Primeira Guerra Mundial, de sucessivas consolidações que incluíam indistintamente empréstimos em francos e em outras moedas, algumas das informações relevantes devem ser estimadas. Neste artigo, portanto, os cálculos relativos a rentabilidade são limitados às operações federais, para as quais a informação é de melhor qualidade. Além disto, em muitos casos, considera-se como investimento francês a propriedade por cidadãos franceses de títulos de nominados em outras moedas, conduzindo à dupla contagem.

---

<sup>3</sup> Ver Abreu (1977), *passim*.

## 1. A era dos empréstimos voluntários, 1888-1912

Antes de 1900 há registro de apenas algumas operações financeiras em benefício de estados brasileiros --- Bahia, Espírito Santo e Minas Gerais --- totalizando cerca de 102,5 milhões de francos de valor nominal, correspondentes a um valor líquido agregado de 82,5 milhões<sup>4</sup> (ver Tabela 2). Até 1908 o governo federal endividou-se exclusivamente em Londres, sendo que desde 1855 apenas através da casa N.M Rothschilds. Em 1905 o total em circulação de empréstimos públicos em francos franceses correspondia a cerca de 6% do estoque de títulos públicos denominados em libras (ver Tabela 1). Há indícios, entretanto, da existência de outros empréstimos estaduais e/ou municipais no Segundo Império, além do da Bahia de 1888. Lévy (1897) comenta que os empréstimos brasileiros, durante longo tempo classificados na categoria designada no "argot financier" como "de tout repos", ou seja, de qualidade acima de qualquer suspeita, haviam sido afetados pela deterioração da situação econômica brasileira na década de 1890: a cotação de determinados empréstimos, que havia alcançado o par, caíra recentemente a 65%.

Tabela 1

Empréstimos externos brasileiros em circulação, 1905, 1914 e 1930

	Libras	Francos	Dólares	Florins	Total
1905:	83,3	5,0	0	0	88,3
Federais	70,0	0	0	0	70,0
Estaduais e Municipais	13,3	5,0	0	0	18,3
1913:	129,1	36,9*	0	0	166,0
Federais	90,6	12,9	0	0	103,5
Estaduais e Municipais	38,5	24,0*	0	0	62,5*
1930:	163,0	14,8*	76,6	0	254,4
Federais	101,7	8,8*	30,1	0	140,6
Estaduais e Municipais	35,5	6,0*	39,3	0,9	80,8
Café	25,8	0	7,2	0	33,0

Fonte: ver Abreu (1985).

\* Reestimativa provisória.

<sup>4</sup> Antes de 1914, para o período relevante para este artigo, a taxa cambial fixa do franco francês em relação à libra era de aproximadamente 25,2 francos/libra. Depois de dezembro de 1926 a taxa cambial foi estabilizada, mantendo-se em torno de 126 francos/libra.

Tabela 2  
Empréstimos franceses a estados e municípios brasileiros, 1888-1912

	Ano	Valor nominal	Tipo	Taxa de juros
Estados:				
Bahia	1888	20.000.000	91	5
Espírito Santo	1894	17.500.000	70	5
Minas Gerais	1896	65.000.000	80*	5
Paraná	1905	20.000.000	85*	5
Amazonas	1906	84.000.000	82	5
Alagoas	1906/ 1909	15.000.000	80	5
Espírito Santo	1906/ 1908	30.000.000	83,5	5
Minas Gerais	1907	25.000.000	88*	5
Pernambuco	1909	37.500.000	84	5
Maranhão	1910	20.000.000	82	5
Ceará	1910	15.000.000	83	5
Rio Grande do Norte	1910	8.750.000	83	5
Bahia	1910	45.000.000	86	5
Minas Gerais	1910	120.000.000	80*	4,5
Minas Gerais	1911	50.000.000	80*	4,5
Paraná	1912	35.350.000	90*	5
Bahia	1915# Funding	11.700.000	100**	5
Amazonas	1915 Funding	20.129.000	100	5
Amazonas	1916	3.958.000	100	6
Minas Gerais	1916 Funding	20.979.000	100*	5,5
Paraná	1916 Funding	6.763.465	100*	6
Bahia	1918## Funding	5.800.000	100	6
Espírito Santo	1919 Funding	25.500.000	100	5
Rio Grande do Sul***	1919	68.320.000	90*	5
Bahia	1928### Funding	5.800.000	100	5
Municípios:				
Salvador	1905	25.000.000	82	5
Salvador	1912	27.500.000	84	5

\* Valores estimados.

\*\* Os portadores de coupons receberam uma bonificação na conversão de 20%.

\*\*\* Transferência para o Estado do Rio Grande da Cie. Française du Port de Rio Grande.

# Parte em francos estimada de um empréstimo de 787.340 libras.

## Parte em francos estimada de um empréstimo de 333.598 libras.

### Parte em francos estimada de um empréstimo de 335.711 libras.

Fonte: Abreu (1985)

Entre 1905 e 1912 houve maciça entrada de capitais franceses: a dívida pública externa denominada em francos cresceu mais de sete vezes entre 1905 e 1913, enquanto a dívida denominada em libras cresceu pouco mais de 50% (ver Tabela 1). As emissões federais nesse período somaram 300 milhões de francos, gerando liquidamente 276,7 milhões (ver Tabela 3). A participação de empréstimos federais em francos nas emissões federais brasileiras totais entre 1908 e 1912 foi da ordem de 40%, refletindo o grande e passageiro envolvimento da praça de Paris com empréstimos federais brasileiros entre 1908 e 1912. As emissões estaduais e municipais entre 1905 e 1914 somaram cerca de 560 milhões de francos, correspondendo a uma proporção também de 40% do endividamento externo total dos estados e municípios brasileiros. Nos anos cruciais de 1909-1911 cerca de 60% dos empréstimos estaduais e municipais brasileiros foram lançados em francos, com um desconto médio de cerca de 20%.<sup>5</sup>

Tabela 3

Empréstimos franceses ao governo federal do Brasil, 1888-1931

Ano	Valor em francos (milhões)	Total em circulação em 1914	Total em circulação em 1930	Total em circulação em 1940	Tipo (%)	Taxa de juros (%)
1908/1909	100.000.000 (papel)	98.785.000	96.657.504	96.181.500	100	5
1909	40.000.000 (ouro)	40.000.000	39.253.738	38.723.000	95,25	5
1910	100.000.000 (ouro)	98.464.500	96.091.721	93.836.500	78,83	4
1911	60.000.000 (ouro)	60.000.000	58.894.791	57.735.000	83	4
1914/1917 Funding	40.000.000*	0	196.250.000	equiv. libras 1.409.600	100	5
1916	25.000.000 (ouro)	0	24.303.000	24.253.000	100	5
1922	14.850.000 (ouro)	0	14.663.000	14.638.000	100	5
1931/1934 FL 20 anos	65.555.400 (papel)	0	0	52.146.650	100	5
1931/1934 FL 40 anos	135.000.000 (papel)	0	0	124.580.312	100	5

\* Parte estimada em francos de emprestimo denominado em libras.

Também do ponto de vista da oferta de capitais os empréstimos franceses ao Brasil foram especialmente significativos no período 1909-1911, sendo que no pico, em 1910, os empréstimos ao Brasil corresponderam a mais de 13% das exportações totais de capitais franceses<sup>6</sup> (ver tabela 4).

<sup>5</sup> É conhecida a grande vulnerabilidade da praça de Paris, no período, a manipulações de interessados na colocação de títulos de baixa qualidade através de corrupção em ampla escala dos principais jornalistas financeiros. Ver Raffalovich (1931), passim. O estudo de documentação primária que possa esclarecer as condições que cercaram o grande aumento do envolvimento francês com o Brasil em 1909-1911 será incluído na versão revista deste trabalho.

<sup>6</sup> Esta tendência é coerente com o que ocorreu com os empréstimos latino-americanos como um todo. Mauro (1977) menciona que as emissões latino-americanas em 1910-13 representavam 45,1% das emissões totais comparadas a 27% em 1905-09 e 4,8% em 1898-1904.

Tabela 4

França: Exportações de capitais totais e para o Brasil, 1888-1913

Ano	Exportações totais de capitais (milhões de francos)	Exportações de capitais para o Brasil (milhões de francos)	Participação dos empréstimos brasileiros (%)
1888	845	18,2	2,15
1889	725	0	0
1890	620	0	0
1891	410	0	0
1892	510	0	0
1893	705	0	0
1894	495	12,2	2,46
1895	690	0	0
1896	885	52	5,88
1897	575	0	0
1898	970	0	0
1899	860	0	0
1900	1050	0	0
1901	1340	0	0
1902	1130	0	0
1903	1315	0	0
1904	1500	0	0
1905	1690	37,5	2,22
1906	1870	87,3	4,67
1907	1250	22,0	1,76
1908	1540	62,5	4,06
1909	1520	125,6	8,26
1910	1900	249,9	13,15
1911	1080	89,8	8,31
1912	1370	54,9	4,01
1913	1155	0	0

Fontes: White (1933) e Tabelas 1 e 2.

## 2. O ajuste nos anos 20 e a derrota na Corte de Haia: 1914-1930

Os problemas brasileiros com os credores franceses após 1914 antecipam a natureza dos problemas que seriam enfrentados com outros credores depois de 1930, quando foi interrompida a entrada de recursos oriundos das praças financeiras de Nova Iorque e Londres. Como já mencionado, isto se deve, em parte, à muito maior concentração dos empréstimos franceses em empréstimos não-federais, isto é, a estados e municípios, que naturalmente envolviam maior risco. Por outro lado, o intenso processo inflacionário ocorrido na França desde 1914, que levou no pós-guerra à substancial desvalorização do franco em relação ao dólar e a problemas de balanço de pagamentos, praticamente eliminou a relevância da praça de Paris como origem de capitais de longo prazo. A estabilização **de facto** do franco só ocorreu em 1926 e **de jure** apenas em 1928.

Depois de 1914, todas as operações envolvendo devedores públicos brasileiros, tanto o governo central quanto estados e municípios, foram de refinanciamento ou de consolidação de serviço não pago relativo a endividamento contraído antes de 1913. Na esfera federal os pagamentos relativos ao serviço dos empréstimos franceses foram incluídos no Funding Loan de 1914: os juros a vencer nos três anos seguintes foram refinanciados pela emissão de novos papéis denominados em libras e as amortizações foram proteladas por 13 anos. Os novos empréstimos em 1916 e 1922, registrados na tabela 3, correspondem à transferência ao governo federal das obrigações da Estrada de Ferro de Goiás (15 milhões de francos em 1907 e 10 milhões em 1909) e da Estrada de Ferro Vitória a Minas (francos 14,85 milhões, remanescentes dos 15 milhões emitidos originalmente em 1910)<sup>7</sup>. Na esfera estadual foram negociados, na esteira do **funding** federal de 1914, **fundings** pelos estados da Bahia, Amazonas, Minas Gerais e Paraná, entre 1915 e 1928, em alguns casos incluindo endividamento em diversas moedas<sup>8</sup>.

Em 1925 o governo francês pleiteou que o serviço futuro dos empréstimos federais "em francos-ouro" bem como juros referentes a coupons vencidos e amortizações não prescritas fossem pagos em francos-ouro, isto é, francos de 1914, equivalentes à vigésima parte de uma peça de 6,45161 gramas de ouro de título 900/1000. Devido à desvalorização do franco inúmeros portadores de títulos franceses vinham recusando-se a receber tal serviço pago com base em francos correntes de curso forçado. Sendo impossível obter-se um acordo através de negociações bilaterais entre governos decidiu-se por meio compromisso de 27.8.1927, ratificado por ambas as partes em 23.2.1928, levar a questão à Corte Internacional de Justiça, sediada em Haia, que funcionaria como Tribunal de Arbitramento.

Não surpreendentemente, por decisão por maioria de nove votos a dois, de 12.7.1929 a Corte decidiu em favor da França com relação ao serviço dos empréstimos federais de 5% de 1909, 4% de 1910 e 4% de 1911. Um dos votos favoráveis ao Brasil foi do ex-Presidente Epitácio Pessoa, então juiz em Haia. No mesmo dia foi considerada questão similar afetando diversos títulos sérvios, sendo também vitoriosa a tese francesa<sup>9</sup>. Os juros e amortizações devidos à raiz da sentença, inicialmente calculados em 140,2 milhões de francos de 1928

---

<sup>7</sup> Taxa de juros de 5% e tipos (desconto na emissão) de 90 em ambos os casos.

<sup>8</sup> Alguns empréstimos externos brasileiros anteriores a 1930 eram lançados simultaneamente em várias praças financeiras na mesma moeda ou em tranches denominadas em diversas moedas, o que pode provocar dupla contagem. Dois empréstimos do Estado de São Paulo estão nesta categoria; usualmente incluídos entre os empréstimos britânicos certamente incluem partes emitidas em francos: Sorocabana Ituana, 95.597.500 francos, 5%, tipo 91,5, lançado em 1905, e Sorocabana, 50,4 milhões de francos, 5%, tipo 90, lançado em 1907.

<sup>9</sup> Decisão (Arrêt) no. 15 da 16a. sessão extraordinária publicada em Cour Internationale de Justice (1929), tradução em Pessoa (1960), pp. 34-79. A autor não encontrou registro quanto à extensão dos benefícios da cláusula-ouro aos empréstimos assumidos pelo governo federal em 1916 e 1922, relativos às estradas de ferro de Goyaz e Vitória a Minas.

(ditos Poincaré), foram pagos apenas em 1931, através da emissão de títulos no valor total de 147,4 milhões resgatáveis sem juros em 24 meses.

Em 1930, dos cerca de 300 milhões de francos correspondentes ao valor nominal dos empréstimos franceses federais lançados antes de 1913, apenas nove milhões de francos haviam sido amortizados, pois o pagamento de amortizações havia sido suspenso em decorrência do grande **funding** federal de 1914. Sobre os empréstimos estaduais a informação disponível é de pior qualidade mas indica que os empréstimos de melhor desempenho, os de Pernambuco e Rio Grande do Norte, tipicamente tiveram não mais de 30% de seu valor nominal inicial resgatado<sup>10</sup>. Na maior parte dos casos as dificuldades em relação à manutenção do pagamento do serviço dos empréstimos estaduais geraram a necessidade de sucessivos empréstimos de consolidação , especialmente durante a Primeira Guerra Mundial.

### 3. O longo rescaldo: 1930-1956

Em 1931, com o terceiro **funding** federal, adiou-se por três anos o pagamento de juros e amortizações da dívida externa federal denominada em todas as moedas. Ao serviço de juros dos empréstimos franceses correspondeu a emissão de bônus de consolidação de 20 anos e de 40 anos , dependendo das garantias oferecidas nos contratos originais. Quase que contemporaneamente, como já dito, resolveu-se a questão do pagamento dos atrasados de Haia em 1931-33. Por outro lado, foram interrompidos, a partir de 1930, quase que por completo, os pagamentos do serviço da dívida externa estadual e municipal denominada em francos.

Em 1934 o serviço da dívida externa foi retomado de acordo com a escala de pagamentos fixada no chamado Esquema Aranha. Por este arranjo, de duração limitada a quatro anos, a proporção dos pagamentos de juros e amortizações em relação aos contratos originais variava de 100% -- para os **fundings** -- a 0% para os empréstimos municipais e estaduais de pior qualidade. O empréstimo francês de 1909 5% foi classificado na categoria III (35 a 50% dos juros, 0% de amortização) e os demais empréstimos franceses federais na categoria IV (27,5% a 40% dos juros, 0% de amortização). Os empréstimos estaduais Maranhão 1910, Pernambuco 1910, Bahia 1888 e Bahia 1910, todos 5%, foram classificados na categoria VII (17,5% a 32,5% dos juros, 0% de amortização). Os demais empréstimos franceses, classificados na categoria VIII, tiveram o seu serviço suspenso.

---

<sup>10</sup>Embora o empréstimo baiano de 1888 tenha tido cerca de dois terços do seu valor nominal resgatado, o estado da Bahia foi obrigado a negociar nada menos de três **fundings**, sendo que o último, de 1928, apesar de denominado em libras incluía toda a dívida externa estadual.

Este modesto serviço foi pago até novembro de 1937, sendo suspenso em seguida ao golpe de estado que estabeleceu o Estado Novo. Com a retomada das negociações em 1939-1940, em seguida à visita de Aranha a Washington em março de 1939<sup>11</sup>, chegou a ser negociado um complexo acordo de pagamentos franco-brasileiro que incluía a liquidação da dívida externa federal denominada em francos e dos ativos da Cia. Chemin de Fer São Paulo-Rio Grande pela soma total de 550 milhões de francos (cerca de US\$ 12,5 milhões)<sup>12</sup>. Com a derrota da França e sua ocupação pelos alemães o serviço dos empréstimos franceses foi totalmente suspenso até 1946.

Após a derrota alemã em 1945 o assunto foi retomado pelas autoridades francesas. Em 1946 foi negociado novo acordo de pagamentos através do qual o governo brasileiro comprometeu-se a destinar US\$ 19,32 milhões à liquidação da dívida externa brasileira em francos à compra da Estrada de Ferro São Paulo ao Rio Grande e solução de reclamações relativas a empréstimos contraídos pela Estrada de Ferro do Norte do Brasil (1905-1907), Estrada de Ferro do Norte do Paraná (1907) e da Estrada de Ferro do Norte de São Paulo (Araraquara) (1911).<sup>13</sup> Este acordo foi objeto de inúmeras prorrogações e revalorizações de saldos. Em tomada de contas realizada em 1950 verificou-se que dos cerca de 2.297 milhões de francos, inicialmente destinados ao fundo de liquidação, cerca de 1.603 milhões haviam sido utilizados para resgatar títulos da dívida externa, além de 12,4 milhões para provisão relativa a títulos depositados em outras praças européias, 4 milhões de provisão relativa a títulos "frappés d'opposition" (isto é, cupões chamados a pagamento antes de março de 1946), 41,5 milhões de comissões e despesas e 55,1 milhões de provisão relativa às estradas de ferro Norte do Brasil, Norte de São Paulo e Norte do Paraná, restando um saldo de 581,2 milhões de francos<sup>14</sup>. Por novo acordo de pagamentos de 14.7.1951 este saldo foi revalorizado, com base na desvalorização do franco francês em relação ao dólar norte-americano, para 1.708 milhões de francos<sup>15</sup>. Deste saldo restavam em 1953 cerca de 1.411 milhões (já revalorizados), valor aproximadamente igual ao saldo mencionado no novo acordo de resgate franco-brasileiro de 1956. Por este último acordo 424,5 milhões de francos foram reservados para resgate dos títulos restantes de empréstimos externos<sup>16</sup>.

---

<sup>11</sup> Ver Abreu (1975).

<sup>12</sup> Brasil (1957), pp. 49-52.

<sup>13</sup> Acordo de Pagamentos de 8.3.1946 e complementares, *Diário Oficial* de 30 de abril de 1946, reproduzido em Brasil (1957), pp. 105-125.

<sup>14</sup> Anexo 27 de Brasil (1957).

<sup>15</sup> Aplicou-se um coeficiente de 2,93854323.

<sup>16</sup> Ver Brasil (1957), pp. 21-7. Calculava-se, entretanto, que o resgate total destes empréstimos poderia envolver no máximo 658 milhões de francos.

#### 4. Conclusões

Em Abreu (1985) foi discutida a remuneração dos empréstimos correspondentes ao primeiro ciclo de endividamento brasileiro que se encerrou, do ponto de vista da entrada de recursos, em 1931. A taxa de retorno para toda a dívida externa contraída entre 1824 e 1931 é de 6,6%, comparada a 3,4% relativa ao cenário contrafactual, no qual os investidores aplicariam os mesmos montantes que aplicaram em títulos brasileiros em títulos da dívida pública britânica. Naturalmente, do cálculo empréstimo a empréstimo resultam em taxas de retorno muito altas para os empréstimos lançados no século XIX e progressivamente mais baixas à medida que a data de lançamento se aproxima de 1930<sup>17</sup>. De fato até cerca de 1910 as taxas de retorno brasileiras dominam as taxas contrafactuais ocorrendo o contrário a partir de então. Não é surpreendente, portanto, que várias contribuições recentes à literatura sobre o endividamento externo de países em desenvolvimento, baseadas exclusivamente na análise de empréstimos lançados nos anos 1920, cheguem à conclusão de que as taxas de retorno relativas a estes empréstimos são muito inferiores às taxas de retorno obtidas por empréstimos referentes a países em outros continentes<sup>18</sup>.

Para os empréstimos franceses computou-se a taxa de retorno referente apenas aos empréstimos federais, com base nos valores transformados em dólares norte-americanos, dada a já comentada limitação da base de dados referentes às dívidas estadual e municipal e a substancial flutuação da paridade do franco em relação ao dólar. O valor obtido (-0,74%) reflete tanto o fato de que os empréstimos federais em franco só foram lançados a partir de 1908, quanto a indexação imperfeita do serviço em relação ao dólar. Além disto, a situação particular da França durante a Segunda Guerra Mundial afetou de forma desfavorável o pagamento de serviço em francos em relação aos pagamentos relativos a empréstimos em outras moedas.<sup>19</sup>

A decisão de Haia quanto à cláusula-ouro aumentou significativamente a taxa de retorno agregada dos empréstimos federais. Foram examinados dois cenários contrafactuais. No primeiro cenário considerou-se a possibilidade da decisão de Haia não ter tido qualquer efeito sobre os acordos franco-brasileiros posteriores a 1946. A taxa de retorno agregada no caso de a decisão de Haia ter sido favorável ao Brasil teria sido de -2,33%. No segundo cenário considerou-se que a decisão de Haia seu impacto transmitido a todos os acordos posteriores a 1946. Neste caso, a taxa de retorno dos empréstimos franceses se a decisão tivesse sido favorável ao Brasil teria sido reduzida para -2,98%.

---

<sup>17</sup> Ver tabela 8, p. 182, Abreu (1985). Note-se a provável maior variância das taxas de retorno dos empréstimos brasileiros quando comparadas às taxas de retorno contrafactuais. Este tema está sendo objeto de pesquisas adicionais por parte do autor.

<sup>18</sup> Ver, por exemplo, Eichengreen e Portes (1989) e Jorgensen e Sachs (1989).

<sup>19</sup> Taxas cambiais de Wolfe (1951) e Dulles (1929).

Embora a diplomacia econômica francesa tivesse demonstrado grande engenhosidade na tentativa de defesa do valor real do serviço dos empréstimos franceses, a tentativa não foi coroada de sucesso pois os investidores franceses acumularam perdas significativas. Entretanto, a avaliação do retrospecto da dívida federal brasileira em francos deve ser realizada, não em termos absolutos, mas em comparação a aplicações financeiras alternativas disponíveis. O cômputo da taxa de retorno relativo a um exercício contrafactual, baseado em aplicações alternativas em títulos públicos (**rentes**) de 3% indica taxas de retorno bem inferiores à obtida para empréstimos federais brasileiros em francos. Mesmo sem o contrafactual até 1948, o que seria razoável dadas as circunstâncias efetivas do resgate da dívida federal brasileira em francos, a taxa de retorno<sup>20</sup> de aplicações alternativas em rentes nas datas de emissão dos diferentes empréstimos federais brasileiros com resgate integral em 1937 seria de -3,08%. Assim, embora seja correto afirmar que os investidores franceses em títulos federais brasileiros sofreram grandes perdas, pior negócio teriam feito se tivessem optado pela compra de títulos do governo francês. Isto seria verdade mesmo se a decisão de Haia tivesse sido desfavorável à França.

---

<sup>20</sup> Calculada com base em valores convertidos em dólares norte-americanos.

## Referências

Abreu, M. de P., A Dívida Pública Externa do Brasil, 1824-1931, **Estudos Econômicos**, 15 (2), maio-agosto de 1985.

Abreu, M. de P., A Dívida Pública Externa do Brasil, 1931-1943, **Pesquisa e Planejamento Econômico**, 5 (1), junho 1975.

Brasil. Ministério da Fazenda. Secretaria do Conselho Técnico de Economia e Finanças, **Finanças do Brasil. Dívida Externa 1824-1945**, Volume XIX, Rio de Janeiro, 1955.

Brasil. Ministério da Fazenda. Secretaria do Conselho Técnico de Economia e Finanças, **Finanças do Brasil. Compromissos Brasileiros em Francos**, Volume XX, Rio de Janeiro, 1957.

Cour Permanente de Justice Internationale, **Recueil des Arrêts. Affaire concernant le paiement de divers serbes émis en France. Affaire relative au paiement, en or, des emprunts fédéraux brésiliens émis en France**, Série A, nos. 20/21, Leyde, A.W. Sitjhoff, 1929.

Dulles, Eleanor Lansing, **The French Franc 1914-1928. The Facts and their Interpretation**, Nova Iorque, Macmillan, 1929.

Eichengreen, B. e R. Portes, After the Deluge: Default, Negotiation, and Readjustment during the Interwar Years in B. Eichengreen e P. H. Lindert (eds.), **The International Debt Crisis in Historical Perspective**, Cambridge (Mass.), MIT Press, 1989.

Jorgensen, E. e J. Sachs, Default and Renegotiation of Latin American Foreign Bonds in the Interwar Period in B. Eichengreen e P. H. Lindert (eds.), **The International Debt Crisis in Historical Perspective**, Cambridge (Mass.), MIT Press, 1989.

Lévy, Raphaël-Georges, La Fortune Mobilière de la France, **Revue des Deux Mondes**, CXL, 15 Mars 1897, pp. 415-445.

Mauro, Frédéric, Les Investissements Français en Amérique Latine des Origines a 1973, **Revue d'Histoire Economique et Sociale**, 55 1977, pp. 234-262.

Pessoa, Epitácio, Côte Permanente de Justiça Internacional (1923-1930) in **Obras Completas de ...**, Rio de Janeiro, Instituto Nacional do Livro, 1960.

Raffalovitch, A., **L' Abominable Venalité de la Presse**, Paris, 1931.

Rippy, Fred J., French Investments in Argentina and Brazil, **Political Science Quarterly**, LXIV, 4, pp. 560-578.

White, H. Dexter, **The French International Accounts 1880-1913**, Cambridge (Mass.), Harvard University Press, 1933.

Wolfe, Martin, **The French Franc between the Wars. 1919-1939**, Nova Iorque Columbia, 1951.

Textos para Discussão:

288. Bonelli, R.; Ramos, L. "Income distribution in Brazil: Longer term trends and changes in inequality since the MID-1970s". sept. 1992
289. Bonomo, M. "Busca e inflação" oct. 1992
290. Bacha, E.; Carneiro, D.D. "Stabilization programs in developing countries: Old truths and new elements". oct. 1992
291. Amadeo, E.J. "The impact of stabilization and structural reforms on capital-labor relations in Brazil.". nov. 1992
292. Amadeo, E.J. ; Camargo, J.M. "The Mirror's image (The labor market response to the Cruzado and Collor Plans) ". nov. 1992
293. Simas, C.G.P.; Giambiagi, F. "Renegociação da dívida externa e cashflow dos serviços financeiros do Brasil: Projeções para o período 1993/2022". nov. 1992
294. Garcia, M. G. P.; Fernandes, E. "Regulação e supervisão dos bancos comerciais no Brasil". jan. 1993
295. Abreu, M. P. "Latin America in a changing world trade system". jan. 1993
296. Abreu, M.P. "Brazil-US economic relations and the enterprise for the Americas Initiative". jan. 1993
297. Garcia, M. G. P. "Política monetária e formação das expectativas de inflação: Quem acertou mais, o governo ou o mercado futuro?". mar. 1993
298. Bacha, E.L. "Selected international policy issues on private market financing for developing countries". feb. 1993
299. Bacha, E.L. "Latin America's reentry into private financial markets: Domestic and international policy issues". feb. 1993
300. Abreu, M.P.; Werneck, R.L.F. "Privatization and regulation in Brazil: The 1990-92 policies and challenges ahead". feb. 1993
301. Werneck, R L.F. "Government failure and wretched statecraft: Lessons from the Brazilian vicious circle". apr. 1993
302. Amadeo, E. J. "Retraining under conditions of adjustment . The case of Brazil"
303. Amadeo, E. J. "Entre a lógica particular e a eficiência social.: Grupos de interesse e negociação coletiva no Brasil"
304. Carneiro, D. D.; Garcia, M. G. P. "Capital flows and monetary control under a domestic currency substitution regime: The recent Brazilian experience"