

dívida externa brasileira, 1850-1913: empréstimos públicos e privados ¹

Maria-Barbara Levy

Departamento de Economia, FEA/UFRJ e Departamento de História
ICHF/UFF

Flávio Azevedo Marques de Saes

Departamento de Economia, FEA/USP.

INDÚSTRIA BRASILEIRA ORIGEM E DESENVOLVIMENTO

Wilson Suzigan

14 x 21 em 421 páginas ISBN 85-271-0543-8

A nova edição deste importante trabalho - a melhor e mais completa obra histórica sobre os primórdios da industrialização no Brasil - é um evento há muito aguardado pelos estudiosos do tema. Trata-se de uma análise original, exaustiva e abrangente do processo durante o período de 1869 a 1939, baseada em fontes primárias do Brasil e do exterior, assim como na consulta de uma ampla e diversificada bibliografia.

Disponível nas Melhores Livrarias LIVREIRO: SEU
CANAL DE INFORMAÇÃO E CULTURA

Editora Hucitec Ltda.

Rua Gil Eanes, 713 - 04601-042 São Paulo - SP, Brasil

Tel.: (11) 5543-5810 - Fax: (11) 5093-5938

www.hucitec.com.br

E-mail: hucitec@terra.com.br

Os exames da dívida externa brasileira até 1930 tem se centrado em duas características sem dúvida marcantes: o predomínio dos empréstimos públicos, em grande parte voltados à cobertura do déficit público, e a presença dos banqueiros ingleses, principalmente da Casa Rothschild, como agentes típicos dos empréstimos realizados. Neste artigo procuramos explorar alguns outros aspectos da dívida brasileira até hoje pouco estudados. De um lado, levantamos alguns exemplos de empréstimos privados realizados por bancos estrangeiros e empresas ou empresários brasileiros, inclusive industriais. Este tipo de empréstimos tem tido um lugar limitado na historiografia econômica devido à ausência de dados agregados que possam determinar sua magnitude no conjunto da dívida externa brasileira. Apesar disso, é de interesse observar sua realização, os procedimentos que eles envolveram e, às vezes, um final não muito feliz para credores e devedores. Por outro lado, procuramos mostrar que a história da dívida pública externa do Brasil no período não pode ser limitada ao binômio credor inglês-empréstimo público para cobrir o déficit público. Houve expressivos empréstimos realizados para investimentos em estradas de ferro. Além disso, nos anos anteriores à Primeira Guerra Mundial, o mercado financeiro de Paris teve forte participação (talvez até majoritária)

¹ Esse texto até agora inédito, foi originariamente apresentado no Colóquio Internacional *Foreign Loans, Debt and Economic Development in the 19th and 20th Centuries* realizado na UNICAMP nos dias 17 a 21 de julho de 1989. Esse colóquio era uma reunião preparatória para o Décimo Congresso Internacional de História Econômica - Leuven 1990 e foi organizado pelo Prof. Tamás Szirmai.

no lançamento dos títulos representativos dos novos empréstimos ao Governo Federal, a governos estaduais e municípios, e também a empresas privadas (em alguns casos com o aval do Governo Federal). Além disso, estimativas do estoque de capital estrangeiro no Brasil, entre 1825 e 1930, indicam a tendência de redução de parcela representada pela dívida pública² (Quadro 1)

Quadro 1. Brasil: Estoque nominal de capital estrangeiro, 1824-1930 (milhões de libras esterlinas)

Anos	Investimento direto e de portfólio privado	%	Portfólio público	%	Total
1825	—	—	4,1	100,0	4,1
1840	1,3	18,8	5,6	81,2	6,9
1865	7,2	35,6	13,0	64,4	20,2
1875	10,6	34,2	20,4	65,8	31,0
1885	24,4	51,3	23,2	48,7	47,6
1895	40,6	51,0	39,0	49,0	79,6
1905	75,1	46,0	88,3	54,0	163,4
1913	255,9	62,8	151,7	37,2	407,6
1930	242,4	48,9	252,9	51,1	495,3

Fonte: Abreu, M. de Paiva. *Op. cit.*, p. 168

Esses dados permitem evidenciar alguns fatos relevantes: nas primeiras décadas de existência do Estado Nacional brasileiro, a maior parte das exportações de capital dos países industrializados orientou-se para títulos da dívida pública, mas, a partir da década de 1880, os investimentos privados (diretos e de *portfolio*) apresentam magnitude aproximadamente igual à do *portfolio* público, exceto para o ano de 1913, em que os investimentos privados alcançam cerca de 63% do total.

Não é possível distinguir, no investimento privado, a parcela representada pelos empréstimos externos, pois mesmo o *portfolio* privado inclui tanto a propriedade de ações quanto a de títulos de dívida (como debêntures e obrigações). De resto, a distinção entre investimentos diretos e de *portfolio* não é tão importante na análise da dívida externa quanto no estudo do controle do capital, embora a forma legal da companhia nem sempre corresponda à sua estrutura administrativa³.

² Marcelo de Paiva Abreu, "A Dívida Pública Externa do Brasil, 1824-1931", *Estudos Econômicos*, Vol. 15, nº pp.167-189.

³ Para o desenvolvimento deste tema, veja-se A. Jones, *Internacional Business in the 19th Century: The Rise and Fall of a Cosmopolitan Bourgeoisie*, Sussex, Wheatsheaf Books, 1987.

Convém notar, ainda, que os estudos existentes concentram sua atenção nos empréstimos externos - públicos ou privados - contraídos por meio da emissão de títulos colocados nos mercados financeiros dos países industrializados. Antes de nos voltarmos para esse tipo de empréstimo, vale a pena explorar alguns casos representativos de outra forma de empréstimo estrangeiro: aqueles realizados por bancos estrangeiros para empresas agrícolas ou industriais instaladas no Brasil,

O bancos estrangeiros e as finanças domésticas

A historiografia brasileira tem repetido que os bancos estrangeiros no Brasil, antes da Primeira Guerra Mundial, não forneceram crédito às atividades produtivas, nem agrícolas nem industriais, limitando-se a financiar os investimentos de infraestrutura que facilitassem o escoamento dos produtos de exportação e a distribuição dos produtos manufaturados europeus. Todos os exemplos estudados confirmam a hipótese de que, quando os recursos da dívida externa foram utilizados para investimentos produtivos, estes se concentraram em estradas de ferro ou em obras públicas destinadas a promover o comércio internacional. O endividamento externo teria contribuído assim para reforçar a incapacidade de uma acumulação endógena, a subordinação da produção doméstica ao capital mercantil externo e a debilidade do mercado interno. Encarada desta maneira, a economia brasileira não passaria de um apêndice do sistema capitalista internacional, desprovida de um ritmo próprio. Ou seja, o próprio crescimento da produção não-vinculada ao mercado internacional dependeria, em última instância, de fatores externos.

Esta perspectiva tem sido revista pela produção historiografia posterior aos anos setenta, elaborada com o objetivo de demonstrar que o aparato produtivo de exportação, uma vez instalado, exigiu que os interesses mercantis levassem em conta as determinações impostas pela sua própria necessidade de reprodução. A total subordinação da produção ao comércio internacional tem sido também questionada por estudos regionais, que vem mostrando a existência de atividades econômicas capazes até de justificar pesados investimentos em mão-de-obra escrava, atividades voltadas para o mercado interno, como, por exemplo, em Minas Gerais depois da decadência da mineração do ouro, e mesmo no Rio de Janeiro. Tais pesquisas tornaram insustentável a extremada ênfase sobre a especialização em atividades voltadas para a exportação, e nos levam a duvidar da tão repetida inexpressividade do mercado interno.

O abastecimento urbano foi capaz de gerar não só complexos agrários de dimensões consideráveis, mas até atividades voltadas para a indústria de transformação.

O quadro mais complexo que daí resulta permite a formulação de uma nova série de questões quando se analisa os investimentos estrangeiros, tendo em vista não só seu caráter industrial mas também urbano, como capazes de gerar interesses relativamente autônomos da economia exportadora. Aqui se explora esta perspectiva com o objetivo de examinar operações de financiamento externo de atividades econômicas até há pouco admitidas como não tendo merecido apoio de tal financiamento - ou seja, operações de crédito agrícola e de crédito industrial.

Empréstimos às atividades agrícolas

O nome de Nicolau de Campos Vergueiro está associado à penetração da lavoura de café no Oeste paulista. Por ocasião do registro de propriedades fundiárias determinado pela Lei de Terras de 1850, suas fazendas eram constituídas por cerca de duas dúzias de áreas separadas, totalizando mais de cem quilômetros quadrados. Sementes de café procedentes do Rio de Janeiro foram plantadas em Campinas já em 1817, mas foi Vergueiro que introduziu a primeira cultura do produto em larga escala na sua Fazenda Ibicaba de Limeira em 1828.

Vergueiro era um imigrante português que havia chegado a São Paulo em 1802 com seu título de Bacharel em Direito. A época era um dos dois únicos advogados na região e, assim, não lhe foi difícil tornar-se Juiz de Sesmarias em 1813 e obter uma sesmaria para ele próprio, em Piracicaba. Nos anos seguintes, Vergueiro adquiriu outras propriedades, como a Angélica, fazenda que tinha cerca de três léguas quadradas (130 quilômetros quadrados). Vergueiro abriu também uma casa exportadora que se dedicava ao comércio, via porto de Santos, do açúcar produzido nos engenhos do Planalto Paulista. Foi também o maior mercador de escravos da Província. Para Vergueiro, seus negócios comerciais eram mais importantes do que suas propriedades fundiárias⁴,

Em 1845, prevendo o gradual declínio da força de trabalho escrava como consequência da proibição do tráfico africano (efetivada em 1850), Vergueiro decidiu tentar a importação de trabalhadores livres euro-

peus. Ele próprio, como Senador, induziu o Governo Central a inserir no Orçamento do Império uma autorização para empréstimos de até 200 contos de réis destinados a pessoa que desejasse introduzir imigrantes na lavoura. Durante certo tempo, Vergueiro foi o único a fazê-lo no Brasil. Assim, ele recebeu um empréstimo por três anos, sem juros, para cobrir o custo de transporte de mil imigrantes que chegaram à fazenda Ibicaba, em Limeira, em 1847⁵. A introdução de europeus como trabalhadores agrícolas era uma considerável demonstração de iniciativa para modernizar a lavoura paulista, e foi assim que ela passou para a História. Embora Vergueiro chamasse o contrato de "parceria", seus trabalhadores eram, de fato, "servos temporários" (*indentured servants*), pois o custo total de seu transporte constituía uma dívida com o fazendeiro, e Vergueiro retinha, no mínimo, metade da parcela anual de cada trabalhador, a fim de amortizar essa dívida⁶.

Após o término efetivo do tráfico de escravos, os vizinhos de Vergueiro começaram a interessar-se por seu esquema e ele passou então a atuar como agente para outros fazendeiros. Os trabalhadores imigrantes pareciam ser substancialmente mais lucrativos do que os trabalhadores escravo. Vergueiro estabeleceu uma segunda "colônia" na sua fazenda Angélica e assinou um segundo contrato com o Governo Provincial em 1852, novamente sem juros, mas agora cobrindo apenas a metade do custo do transporte⁷.

Quando surgiram os primeiros problemas e conflitos em torno das ambíguas cláusulas do contrato e do modo de cálculo dos rendimentos dos trabalhadores em Ibicaba, um inteligente mestre-escola, o suço Thomaz Davatz, tomou a defesa dos imigrantes. Ele escreveu um relatório minucioso sobre as condições de trabalho nas fazendas de Vergueiro⁸. Iniciaram-se protestos por parte dos trabalhadores, organizando-se e exigindo investigações, e um sério conflito eclodiu em 1857. A publicação do apaixonado relatório de Davatz provocou reações imediatas na Europa. Houve protestos na Prússia, Portugal e Itália, com repercussões diplomáticas no Brasil. As razões para o fracasso desta pri

⁴ Warren Dean. *Rio Claro: A Brazilian Plantation System, 1820-1920*. Stanford University Press, 1976, p. 48.

⁵ Emilia Viotti da Costa, "Colônias de parceria na lavoura de café: primeiras experiências", *II Simpósio de Professores Universitários de História, Anais*, Curitiba 1962.

⁶ Warren Dean, Op. Cit. pp. 90-91

⁷ Idem. p.93.

⁸ Thomas Davatz, *Memórias de um Colono no Brasil*. Prefácio de Sérgio Buarque de Holanda, 2ª Ed., São Paulo, Livr. Martins Ed., 1951, pp.146-155

meira experiência de substituição dos escravos por trabalhadores livres não são claras, mas isso contribuiu para adiar a transição para o trabalho livre por trinta anos.

O conflito com os imigrantes abalou os negócios de colonização da família Vergueiro, mas a sua fortuna não deve ter sido afetada imediatamente porque, no mesmo ano, o Comendador José Vergueiro, o filho mais velho do Senador, foi encarregado da construção de uma estrada de rodagem que ligasse Campinas ao Porto de Santos. Alguns anos mais tarde, o Comendador organizou uma casa bancária e, por meio dela, negociou um empréstimo com o London and Brazilian Bank. Joslin escreveu a respeito que "um único adiantamento foi concedido a um banqueiro de São Paulo, alcançando cerca de 200 mil libras, e ele era garantido, não por títulos negociáveis, mas pela hipoteca da Fazenda Angélica"⁹.

É difícil reconstituir a evolução dos negócios da família Vergueiro, mas a correspondência entre a matriz e a filial do Banco começa a tratar dos assuntos do Comendador em janeiro de 1868. É importante realçar que, este gênero de documentação se caracteriza por só tratar de situações problemáticas, e que, por esta razão, não é possível saber o exato montante da dívida de Vergueiro, nem as garantias por ele oferecidas ao Banco. Segundo a correspondência, a direção "está certa de que o negócio será muito mais seguro ao aderir a um plano com período definido para o reembolso"¹⁰. Em relação a Vergueiro, o prazo para saldar sua conta não podia ser superior a dois anos. No ano seguinte, a correspondência menciona certo temor da possibilidade de execução da hipoteca da fazenda Ibicaba, o que "pode induzir excessiva ansiedade em nos reembolsar" bem como a expedição da colheita de café para Santos¹¹.

Em 1870, por meio de um relatório do Ministério da Agricultura, é possível constatar que a Fazenda Angélica já havia sido transferida ao London and Brazilian Bank para pagar parte da dívida da família Vergueiro¹²: Ela estava registrada nos balanços do London and Brazilian Bank em 1871¹³. O Banco fazia questão de que as fazendas prosseguissem as operações com força de trabalho livre em sua totalidade. Isto

⁹ David Joslin, *A Century of Banking in Latin America*, Oxford University Press, 1963, p.73.

¹⁰ B.O.L.S.A. From London to Rio de Janeiro. 17.01.1868, B-3.

¹¹ B.O.L.S.A. From London to Rio de Janeiro. 19.05.1869, B-3.

constituía então uma extraordinária novidade - somente duas ou três fazendas da Província operavam apenas com trabalho livre¹⁴.

Para o Banco, a experiência de administrar uma fazenda de café no interior do Brasil foi muito difícil. Os administradores logo tiveram que envolver-se em problemas de demarcação de limites, transporte de grantes em Hamburgo e a construção de suas moradias na fazenda¹⁵. Os ingleses rapidamente perceberam que o melhor a fazer era procurar vender essa propriedade, primeiro para uma empresa - a Coffee States & Co. - e depois para o Governo¹⁶.

Durante o ano de 1874, matriz manifestou seu descontentamento pela gestão da fazenda, sobretudo com as despesas que considerava elementos na compra e reparação de máquinas, bem como em outros melhoramentos e novas plantações de café¹⁷. Mas, isto não teve bons resultados. Baseado num repertório de fontes regionais, Dean informa que os gerentes ingleses eram bêbados, incompetentes e agrediam os trabalhadores, o que provocou o assassinato de um deles nas mãos de um trabalhador e levou a fazenda à bancarrota¹⁸.

Apesar de haverem perdido a fazenda Angélica, os Vergueiro não saldaram suas dívidas, pois há uma correspondência que afirma: "Nós desejamos fazer sentir a necessidade de Vergueiro e Cia fazerem um pagamento em conta corrente de pelo menos 300 contos antes de 8 de junho"¹⁹. Vergueiro hipotecou então mais duas fazendas, a Itapirunga e até mesmo a Ibicaba²⁰. Mas o saldo dos Vergueiro permanecia negativo no ano seguinte. O London and Brazilian Bank procurou então

¹² Brazil Relatório apresentado ao Ministro de Agricultura, Commercio e Obras Públicas, Carvalho de Moraes, p.97 apud Warren Dean, op.cit.p117

¹³ B.O.L.S.A From London to Rio de Janeiro. 22.07.1871

¹⁴ Warren Dean, Op.cit.pp.1117-118 e 215

¹⁵ B.O.L.S.A From London to Rio de Janeiro. 22.01.1872, 20.03.1872, 28.06.1872, 8.10.1874, B-3.

¹⁶ B.O.L.S.A From London to Rio de Janeiro. 18.08.1874, C-1

¹⁷ B.O.L.S.A From London to Rio de Janeiro. 19.08.1874, C-1

¹⁸ Warren Dean, Op.cit.pp.118 e 215

¹⁹ B.O.L.S.A From London to Rio de Janeiro. 22.04.1870, B-3

²⁰ B.O.L.S.A From London to Rio de Janeiro. 8.02.1871 e ato notarial de 26.06.1871

agir juridicamente, contratando advogados pertencentes à mais alta elite brasileira. Os conselhos destes foram unanimemente favoráveis a um acordo amigável, mas o Banco recusou-se a aceitá-los exigiu a fixação, de um _prazo para o pagamento de 100 contos de réis²¹. Vergueiro questionou na justiça os termos da hipoteca de Ibicaba com base em imprecisões jurídicas, conseguindo bloquear a ação do Banco²². O gerente da matriz deplorou a situação em que o Banco se encontrava. "É também muito humilhante saber que nossa posição não é legalmente perfeita, nos lemos com cuidadosa atenção o parecer do jurista Afonso Celso (o Barão de Ouro Preto, futuro Ministro da Fazenda) e não podemos pretender discutir a correção da decisão". Embora considerasse evidente que a fazenda Ibicaba, com seus prédios e plantações de café devia valer 445 contos", mas sem outro recurso, ele se apressou em aceitar como pagamento pelo menos a colheita daquele ano²³.

No decorrer da disputa jurídica, Vergueiro chegou a propor hipotecar seus escravos, provocando a seguinte resposta do Banco de Londres:

"... a proposição de Vergueiro, que lança alguma dúvida sobre nossa segurança atual, oferece uma hipoteca de escravos, que não podemos aceitar, e estende o prazo de pagamento até 31 de janeiro de 1878, que consideramos a menos razoável e a mais absurda"²⁴.

Em 1877, toda a produção da Fazenda foi sequestrada pelo London and Brazilian Bank, mas nem assim Vergueiro conseguiu saldar totalmente sua dívida²⁵. A luta entre o banco inglês e o poder local no interior, onde se cristalizava o poder de Vergueiro, era talvez mais árdua que a travada diante das autoridades do poder central. Neste particular há uma carta bastante significativa: '

"Nós julgamos que deveríeis usar Vossa influência com o Ministro para remover o juiz de Limeira, de se possível forma desonrosa.

²¹ B.O.L.S.A. From London to Rio de Janeiro. 8.05.1872, B-3.

²² B.O.L.S.A. From London to Rio de Janeiro. 19.02.1874, 2.07.1874 e 27.08.1874,

²³ B.O.L.S.A. From London to Rio de Janeiro. 18.09.1874, C-1.

²⁴ B.O.L.S.A. From London to Rio de Janeiro. 10.04.1875, C-1.

²⁵ B.O.L.S.A. From London to Rio de Janeiro. 26.07.1877, C-1.

Reconhecemos plenamente as dificuldades lançadas por Vergueiro e sua clique em vosso caminho, mas a única chance de reduzir o negócio para seu devido lugar é perseguir o objetivo com a mais infatigável energia. Nós sabemos pela experiência prévia o que vale a sua proposta e regularização²⁶

Parece evidente que não só o Ministro se recusou, a intervir neste sentido, mas também que os termos da hipoteca eram indefensáveis. O Banco substituiu, então, os advogados brasileiros por Ingleses, com a finalidade de abreviar as negociações: "Os diretores consideram melhor aceitar este montante que nos deixa uma perda adicional de 140 contos do que continuar com os procedimentos legais que já se mostraram mais caros e insatisfatórios". Mas foi através de negociações com o Barão de Ouro Preto que Vergueiro finalmente aceitou vender Ibicaba para saldar sua dívida com o Banc²⁷. O *affaire* Vergueiro foi finalmente encerrado com as seguintes palavras: "Congratulamo-nos pelo fato desse nome finalmente estar fora de nossos livros, e desejamos poder apaga-lo de nossa memória"²⁸.

Na verdade, o evento de 1880 merecia ser comemorado. Finalmente o Banco conseguia efetuar a venda da Fazenda Angélica. Para concluir a operação foi necessário subdividir a imensa propriedade em _nove partes, das quais a mais importante foi transacionada com o Barão do Grão-Mogol. Essa propriedade deveria ser paga por ele em quatro anos, mas, apesar do Banco fazer um controle constante e anual sobre a produção da fazenda, a dívida do Barão de Grão-Mogol elevava-se, em 1887, a mais de 122 contos de réis²⁹.

Segundo Joslin, a história do London and Brazilian Bank divide-se em duas fases. A primeira se estende da sua fundação em 1862 até a década de 1880³⁰. A operação de crédito que acaba de ser descrita, e que inclui a hipoteca de propriedades rurais, corresponderia a essa Primeira fase do Banco, caracterizada como um período de Incertezas e de crises. Neste sentido encontramos uma certa coincidência entre essa

²⁶ B.O.L.S.A. From London to Rio de Janeiro. 23.07.1878.

²⁷ B.O.L.S.A. From London to Rio de Janeiro. Cable of 7.12.1878. ²⁸

B.O.L.S.A. From London to Rio de Janeiro. 8.11.1880.

²⁹ B.O.L.S.A. From London to Rio de Janeiro. 8.12.1887.

³⁰ David Joslin, Op. cit., p. 65.

primeira fase e aquela definida por Jones para a burguesia comercial cosmopolita, em que a autoridade sobre a empresa permanecia totalmente descentralizada sem sacrifício aparente das crescentes economias derivadas do sistema de crédito e informação centralizado com base no mercado de capital londrino³¹.

Como nos demais bancos internacionais anglo-americanos com sedes em Londres ou Liverpool, as operações locais eram geralmente controladas por agentes residentes, que atuavam como procuradores, garantindo ampla liberdade para assumir compromissos em nome do Banco, que remunerava as atividades dos mesmos por salários que incluíam participação nos lucros e prêmios por desempenho. Mas, este sistema não era à prova de desastres. Até 1872, o London and Brazilian Bank atravessou sérias dificuldades, que só foram superadas através de um controle mais direto da direção de Londres sobre os gerentes no Brasil. Severas medidas foram adotadas a partir de então para evitar operações que envolvessem até mesmo adiantamentos sobre hipotecas de colheitas futuras, isto é crédito de custeio agrícola³².

Depois da década de 1870, este sistema entrou em crise devido à expansão no sistema de transportes e comunicações a qual produziu pressões competitivas na manipulação do grande volume de capitais europeus acumulados. Estas dificuldades de gestão continuaram a atormentar os bancos internacionais no último quartel do século XIX, e passaram a ser tratadas, em geral, por métodos pragmáticos. A correspondência londrina chamava a nova orientação dos negócios de "Reconstrução", termo que pode ser definido por uma crescente preocupação de controlar as fontes oficiais de informação, pelo reforço dos laços entre o Banco e o Governo Brasileiro, pelo maior controle sobre as filiais através de um rápido e eficaz sistema de comunicações entre a agência do Rio de Janeiro e as filiais, sob o comando de Londres, no qual o telégrafo desempenhou importante papel³³.

Daí em diante tornou-se necessário evitar repetir situações semelhantes à da fazenda Angélica. Ou seja, o Banco passou a evitar a reali-

zação de negócios muito diversificados. Superadas as dificuldades de adaptação, o London and Brazilian Bank passou a dispor de seis filiais distribuídas pelos principais portos brasileiros, duas em Portugal e uma em Montevidéu. A partir daquela época transformou-se no mais importante banco inglês no Brasil.

Crédito para atividades industriais

A segunda fase da história do London and Brazilian Bank, como aliás dos negócios britânicos na América Latina, estendeu-se de 1880 a 1914. Neste período foram superadas as dificuldades apresentadas pela necessidade de diversificar os negócios sem perder o controle. A venda de equipamentos industriais a empresas locais por meio de agentes mercantis fazia-se usualmente junto com substanciais investimentos em títulos das mesmas ou através da concessão de empréstimos. Embora já houvesse no final do século XIX especialistas em importação no Brasil, os quais ofereciam ampla gama de assistência técnica, eles parecem ter atendido principalmente as empresas manufatureiras menores. As fábricas grandes enviavam seus próprios engenheiros à América do Norte ou à Europa para a compra de suas máquinas, ao passo que a instalação das mesmas parece ter sido, em geral, feita por trabalhadores qualificados especialmente enviados e empregados pelos fabricantes³⁴.

Várias ordens de fatores contribuíram para o caráter favorável desse período. Um deles, de fundamental importância, era a possibilidade de uma ampla aplicação de avanços tecnológicos básicos. Associado a este fator havia a entrada em uso de vastas reservas de recursos produtivos antes negligenciadas. As referidas tecnologias podiam difundir-se e ser adotadas por toda parte quando as circunstâncias e condições assim o permitissem. Na verdade, "as tentativas britânicas no século XIX de prolongar seu monopólio sobre novas tecnologias via proibição legislativa falharam completamente"³⁵.

O trabalho qualificado britânico, a capacidade empresarial e, por vezes, os capitais daquele país tiveram papel crítico nos estágios iniciais

³¹ Charles A. Jones, Op. cit., p. 94.

³² Beatriz Ricardina Magalhães, *Lejlux de capitaux anglais au Brésil à la fin du XIXeme siècle*. Mémoire de Maîtrise. Institut d'Etudes du Developpment Econornique et Social, sous la direction de M. Celso Furtado. Paris, 1977. p. 24.

³³ Beatriz Ricardina Magalhães. Op. cit., p. 54.

³⁴ Stanley Stein. *Brazilian Cotton Manufacture: Textile Enterprise in an Underdeveloped Area 1850-1950*. Cambridge, Mass., Harvard University Press, 1957, pp. 65-68.

³⁵ Nathan Rosenberg. *Inside the Black Box: Technology and Economia*. Cambridge, Cambridge University Press, 1985. p. 246-247.

da introdução de novas tecnologias têxteis no Brasil. O estudo de Wilson Suzigan sobre a exportação de maquinaria industrial da Grã-Bretanha para o Brasil, mostra bem a importância dessa transferência de tecnologia, não só na indústria têxtil mas também em vários outros ramos industriais, como na moagem de trigo, por exemplo³⁶. Como a Grã-Bretanha foi a primeira a desenvolver e a dominar essa tecnologia, ela se tornou sua primeira fonte de exportação. A Grã-Bretanha passou a contar em suas atividades exportadoras com uma gama de indústrias cujas tecnologias podiam ser mais prontamente transferidas para países nos estágios iniciais do desenvolvimento industrial. O fluxo de investimentos externos constituía um poderoso veículo de transferência e incorporação de desenvolvimentos tecnológicos recentes.

Quando o fluxo de capital tomava a forma de *portfolio*, e não de investimento direto, os seus recipientes retinham considerável liberdade no uso dos fundos e na determinação de quem iria suprir sua tecnologia industrial. Neste caso, "o investimento britânico de *portfolio* foi estruturado de forma muito diferente da atividade mais recente de investimento direto no exterior da firma multinacional, que retém o controle sobre a transferência de tecnologia para o país que recebe os capitais³⁷.

Esse processo de transferência de tecnologia marcou o início da industrialização do Brasil. Dois casos foram bastante expressivos: os da indústria têxtil e da moagem de trigo. Em ambos houve operações de crédito realizadas pelo London and Brazilian Bank. Mesmo reconhecendo que o financiamento a este gênero de atividade era bastante reduzido em comparação com o capital mobilizado para a construção de ferrovias, seu significado foi muito expressivo. No Brasil, o capital necessário para as primeiras indústrias veio, em boa parte, da própria indústria, embora os bancos, sobretudo os nacionais, fossem atraídos a participar do capital das empresas - quer diretamente, quer por meio de seus diretores, sempre convidados a participar do conselho fiscal.

No primeiro caso da indústria têxtil, a iniciativa partiu sobretudo de comerciantes ligados ao comércio de exportação e importação, especializados na venda de tecidos por atacado. Os investimentos nessa

indústria representavam uma defesa contra as oscilações de tarifas e das flutuações de câmbio que tornavam imprevisíveis o futuro dos negócios. Os sócios, familiarizados com o mercado atacadista, tinham a vantagem de conhecer os canais de distribuição e o crédito dos clientes. A nacionalidade desses empresários parece ter sido sobretudo portuguesa e brasileira, mas, nas doze empresas têxteis que participaram da Exposição Industrial de 1895, 7% dos acionistas eram ingleses que detinham 14% do capital das mesmas.

A principal indústria de tecidos estabelecida por acionistas ingleses era a Fábrica de Fiação e Tecelagem Carioca. Organizada em 1884, inicialmente sob a forma de sociedade em comandita, tinha três sócios solidários todos com experiência anterior como técnicos de fábricas de tecidos no Brasil, bem como inúmeros sócios comanditários. Na época de sua fundação foi a empresa que reunira maior capital inicial (750 contos). Entre seus proprietários constava o Barão de São Francisco, membro do Conselho Fiscal do English Bank do Rio de Janeiro, e que, dispondo de bons conhecimentos em Manchester, ficou com a opção de venda de uma parte de suas ações naquela cidade. Sua atividade principal era o negócio de importação de tecidos de lã, algodão, seda e linho. Um de seus sócios, J. H. Bellamy, adquiriu ações da Carioca e, dois anos mais tarde, passou a residir no Rio de Janeiro. Nesta cidade organizou com amigos de Manchester a firma Bellamy & Co., a qual, além de um contrato de compra da produção dos tecidos da Carioca, ampliou seus negócios para a importação de papel e material de escritório, óleo para máquinas, tintas e vernizes, e atuava em seguros marítimos e contra incêndios, sempre como representante de grandes firmas inglesas. A Carioca não era seu único investimento têxtil, no Brasil, já que logo se associou à Imperial Fábrica de São Pedro de Alcântara, em Petrópolis, e à Fábrica Industrial Mineira de Juiz de Fora³⁸.

A partir de 1887, o nome de J. H. Bellamy começou a aparecer na correspondência do London and Brazilian Bank. A princípio, a sede de Londres referia-se apenas a uma visita na qual Bellamy sugeria que o gerente do Rio de Janeiro "poderia garantir-lhes (Bellamy & Co) descontos mais amplos tendo em vista o valor corrente das ações da Leopoldina que havia dado como caução". Tudo indica que, até aquele

³⁶ Wilson Suzigan, *Indústria Brasileira: Origem e Desenvolvimento*. São Paulo, Brasiliense, 1986, p. 122-245.

³⁷ Nathan Rosenberg. *Op. cit.*, p.261.

³⁸ Cf. *Almanack Laemmert*, vários anos, e Brasil. Ministério da Justiça e Negócios Internos. *Junta Commercial*. Livros de Contratos. Rio de Janeiro. Arquivo Nacional.

momento, o Banco ainda não aceitara os títulos da empresa de tecidos como caução.

"Informe-o de que anteriormente eles tinham um crédito aberto de 50 contos, mas que este acerto agora está fundado no crédito incorrido pelas referidas ações. Nós lhe dissemos que isto não interferia nestes acordos, mas que nós nos referíamos à sua solicitação em nossa próxima carta"³⁹.

Uma consulta foi feita com vistas à extensão desse crédito, na época de mil libras; a sede, apesar de afirmar que "na verdade, eles raramente utilizaram a soma que lhes foi concedida"⁴⁰, preferiu deixar que o gerente do Rio de Janeiro decidisse. Essa operação foi concluída em 1888, tendo o Banco recebido cinquenta ações da Brazilian Steam Packet, cem debêntures a 6% ouro da Estrada de Ferro Santa Isabel do Rio Preto e cem ações da Fábrica Carioca, tendo em consequência, sido aberto um crédito de 120 contos. A propósito desta e de outras operações semelhantes, perguntava a matriz à filial: "Este tipo de negócio lhes convém? Nós somos de opinião que ele deveria ser limitado"⁴¹.

A reforma monetária de Ouro Preto, possibilitando o alargamento do mercado de ações, do qual muito se beneficiaram as empresas têxteis, modificaria a reação de Londres. Quando, um mês mais tarde, William Twedell Gepp, sócio de Bellamy, "solicitou-nos uma nova linha de crédito, desejando depositar os seguintes títulos: 25 debêntures de 50 libras da Santa Isabel do Rio Preto, 60 ações da Companhia de Navegação Brasileira e 200 ações da Fábrica Carioca", as palavras da matriz não deixam dúvida de que estava bem informada do progresso destes investimentos no Brasil: "Consideramos o último título bastante bom; ele é no momento muito procurado"⁴². A mesma receptividade teve Bellamy mais uma vez, quando, pouco tempo depois, solicitou nova extensão de crédito: "Estamos autorizando a estender crédito a seu favor, sem qualquer inconveniente", respondia Londres a uma con-

sulta do Rio de Janeiro⁴³. E, novamente, referindo-se a Bellamy & Co., afirma que "Nós lhe dissemos que faríamos os adiantamentos que ele solicitasse"⁴⁴ - uma disponibilidade raríssima em toda a correspondência.

As previsões da matriz com relação ao sucesso dos negócios de Bellamy levaram-na a repreender o gerente do Rio de Janeiro. Em Londres, durante uma visita à matriz do London and Brazilian Bank, Bellamy contara que

"havia recebido de sua firma no Rio de Janeiro um aviso de que a filial do Banco lhes havia solicitado o pagamento de parte de sua dívida. Isto é absolutamente irregular, e nós não podemos admitir que o negócio tenha sido assim entendido. Eles não podem retirar o dinheiro, exceto dando aviso prévio, mas vos não podeis solicitar lhes o resgate da dívida a menos que nós acusemos que o crédito está sendo retirado. Nós imaginamos que, em breve, eles retirem seus títulos e reduzam seus créditos"⁴⁵.

A matriz tinha motivos para se preocupar em manter boas relações com Bellamy, como de fato conseguiu, pois a correspondência faz sempre referência a lucros e comissões no câmbio. A Carioca iniciava uma fase de prosperidade, com as reformas na política monetária e creditícia do primeiro governo republicano, que ficou conhecido como "Encilhamento". Aumentou seu capital para 3 mil contos, através da chamada de novos capitais e, quando a euforia acabou, dispunha de recursos para incorporar mais 600 contos através da distribuição entre os acionistas de parte de seu fundo de reserva. Suas ações tinham cotação estável na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, variando entre 200 a 220 mil-réis, chegando a 300 em 1894, quando pagou um dividendo de 16 mil-réis, o dobro do que costumava pagar. Em 1905, de acordo com o Centro Industrial do Brasil, a Fábrica de Fiação e Tecelagem Carioca era a segunda empresa têxtil do País e a quarta em valor de capital no Distrito Federal (cidade do Rio de Janeiro).

³⁹ B.o.L.S.A. From London to Rio de Janeiro. 22.05.1887. G2/15 (a)

⁴⁰ B.o.L.S.A. From London to Rio de Janeiro. 24.05.1887. G18/8.

⁴¹ B.o.L.S.A. From London to Rio de Janeiro. 18.02.1888. G2/16.

⁴² B.o.L.S.A. From London to Rio de Janeiro. 20.03.1888. G18/8.

⁴³ B.O.L.S.A. From London to Rio de Janeiro. 19.04.1888. G2/16. 44

B.O.L.S.A. From London to Rio de Janeiro. 12.05.1888. G18/8. 45

B.o.L.S.A. From London to Rio de Janeiro. 25.06.1889. G2/17.

Dívida pública externa do Brasil, 1850-1913

Utilizaremos nesta seção as obras consagradas de Valentim Bouças⁴⁶ e os recentes estudos de Marcelo de Paiva Abreu⁴⁷ e de Gustavo Franco⁴⁸. Bouças apresenta uma relação dos contratos de empréstimos estrangeiros assinados pelo Governo Central e pelos Governos Provinciais (durante o Império), e pelos Governos Federal, dos Estados e dos Municípios (na época republicana), indicando ainda o total da dívida brasileira ao final de cada ano. Paiva Abreu e Franco nos fornecem estimativas mais precisas da dívida pública externa e de seu fluxo de pagamento, com base nos dados apresentados por Bouças. A fim de propiciar uma visão mais completa dos efeitos desses fluxos de capital sobre a economia brasileira, além de fazer usos dos dados de Abreu procuramos estabelecer uma série que mostra a aplicação dos empréstimos públicos externos de acordo com o registro oficial nos contratos reproduzidos por Bouças.

Paiva Abreu nos lembra da existência na literatura de um paradigma clássico sobre o ciclo de endividamento externo das economias subdesenvolvidas. De acordo com este paradigma, há

"um período inicial nos países subdesenvolvidos em que a dívida externa cresceria através da acumulação de saldos caracterizados por hiatos (positivos) de recursos; num segundo período, os hiatos passariam a ser negativos, mas não suficientes para contrabalançar integralmente os pagamentos de juros; finalmente, no terceiro período, os hiatos negativos seriam suficientes para compensar os juros e conseqüentemente reduzir a dívida em circulação"⁴⁹,

⁴⁶ Valentim, F. Bouças, *História da Dívida Externa*, 2ª ed., Rio de Janeiro, Ed. Financeiras, 1950; *Finanças do Brasil. Dívida Externa. 1824-1945*. Rio de Janeiro, Cons. Técnico de Economia e Finanças, 1955.

⁴⁷ Marcelo de Paiva Abreu, Obra citada na nota 2.

⁴⁸ Gustavo H. B. Franco, "Setor Externo" in FrBGE. *Séries Estatísticas Retrospectivas. Vol. 3: Séries Econômicas. Demográficas e Sociais. 1550 a 1985*. Rio de Janeiro, IBGE, 1986, pp.540-2.

⁴⁹ Marcelo de Paiva Abreu, Op. cit., p. 173.

Neste paradigma do ciclo de endividamento está implícita a hipótese de que a dívida externa é um instrumento para a promoção do desenvolvimento econômico. No período inicial, o crescimento da atividade econômica (induzido pela entrada de recursos) não é suficiente para compensar a saída de fundos para pagamento do serviço dos empréstimos externos; depois de certo tempo, no entanto, os investimentos iniciados com recursos externos são capazes de gerar uma renda (em divisas) que supera os pagamentos de amortização e juros da dívida original.

Ao analisar os dados da dívida externa brasileira, Paiva Abreu não encontra evidências para afirmar a existência desse ciclo de endividamento. Segundo ele, é a própria entrada de empréstimos públicos externos no Brasil que está sujeita a um comportamento cíclico: a redução do nível dos empréstimos em alguns anos é seguida por seu acelerado crescimento no período posterior.

Carlos Marichal⁵⁰, ao estudar a história da dívida externa latino americana, propôs o conceito de "ciclo de crédito" para caracterizar este fenômeno. Nesse processo, uma onda de empréstimos para os países latino-americanos tende a ser seguida por uma crise da dívida. O padrão desses ciclos de crédito resultaria da integração dos ciclos econômicos nos países industrializados com o processo de mudança na América Latina. A conclusão de Marichal claramente se aproxima da exposta por Paiva Abreu, ao negar a universalidade do paradigma do ciclo de endividamento para todos os países subdesenvolvidos, como se pretende na literatura econômica em geral. Isto parece particularmente verdadeiro no caso do Brasil.

A partir dos dados da dívida pública externa, é possível buscar uma resposta à questão: por que o "ciclo de endividamento" não é válido para o caso brasileiro? Para chegar a tal resposta, retomamos a obra de Bouças, a fim de classificar os empréstimos obtidos de acordo com a aplicação que lhes foi dada, pelo menos de acordo com o registro contratual. Os resultados são apresentados a seguir no Quadro 2.

Como se pode observar nesse quadro, com exceção de algumas décadas, a principal aplicação dos empréstimos externos pelo Governo foi o refinanciamento da própria dívida externa. O Estado Nacional brasileiro já nasceu com uma pesada dívida externa, herança do proces-

⁵⁰ Carlos Marichal, *História de la Deuda Externa de America Latina*, Madrid, Alianza Editorial, 1988.

so de reconhecimento da sua independência em relação a Portugal. Esta dívida e novos empréstimos contraídos até 1850 tornaram-se pesados encargos para o Governo Imperial.

Quadro 2. Brasil - Dívida Pública Externa (Distribuição percentual dos empréstimos de acordo com o tomador e com a aplicação)

Períodos	Tomador			Aplicação				Total (milhões de libras)
	Federal	Estadual	Municipal	II	III	IV	V	
1850/59	100,0			50,7	49,3			2955
1860/69	100,0			39,7			60,3	8546
1870/79	100,0			20,1	12,6	67,3		8195
1880/89	97,9	2,1		51,8	37,0	11,5	-	34690
1890/99	91,1	8,6		37,7	49,4	13,0		22870
1900/09	43,2	49,2	7,6	5,5	38,2	15,0	41,4	73870
1910/14	59,0	32,0	9,1	47,0	20,0	9,0	24,0	76702

I: Empréstimos para refinanciamento da dívida externa existente.

II: Empréstimos para financiamento da dívida interna, valorização do café e créditos agrícolas. III: Empréstimos para construção de estradas de ferro.

IV: Empréstimos para obras públicas.

V: Empréstimos para gastos militares.

Fonte: Valentim F. Bouças. Op. citó

Durante a década de 1860, volumosos recursos foram destinados a gastos militares decorrentes da Guerra do Paraguai. Nas décadas de 1850 e 1870 a estradas de ferro, no período 1900/09 a obras públicas (especialmente no Rio de Janeiro), os empréstimos tiveram aplicações produtivas em maior proporção. É mais difícil definir se a utilização dos recursos obtidos para cobrir a dívida interna (e outros tipos de gastos governamentais) era de caráter produtivo ou não. Assim, no final da década de 1880, após a Abolição, grandes empréstimos externos serviram de base a créditos para a agricultura enfrentar o momento de transição. Na década de 1890, recursos externos foram canalizados para a repressão de revoltas que se repetiam em várias partes do País. Depois de 1906, grande parte dos empréstimos externos teve como principal finalidade garantir o programa de valorização do café. De qualquer modo, parece mais razoável considerar os empréstimos classificados sob a rubrica "pagamento da dívida interna" como não tendo sido aplicados pelo Governo com objetivo de promover o desenvolvimento.

Empréstimos públicos obtidos no mercado francês: uma nota sobre os procedimentos oficiais para a colocação dos títulos

Entre 1906 e 1913, o mercado francês talvez tenha sido mais importante para o Brasil do que o próprio mercado de Londres. Títulos representativos de empréstimos federais, estaduais e municipais foram colocados principalmente na Bolsa de Paris. Comentamos a seguir o processo que conduzia à colocação desses títulos no mercado francês. Para tanto, apresentamos o quadro 3, que enumera os títulos públicos brasileiros registrados na Bolsa de Paris em 1912.

O montante e a diversidade dos títulos relacionados nesse quadro demonstram que o Governo francês foi muito receptivo às solicitações de crédito feitas por vários governos brasileiros. Mais interessante do que o total registrado na Bolsa é observar quais os procedimentos que viabilizavam a emissão desses títulos.

Havia praticamente apenas um procedimento padronizado. O banqueiro francês, depois de assinar contrato com o solicitante do empréstimo (Governo ou firma privada), enviava o prospecto da emissão à Companhia dos Agentes da Bolsa de Paris (entidade privada responsável pela Bolsa de Valores). Esta encaminhava ao Ministério das Finanças o pedido de admissão do título ao pregão ("à la cote") da Bolsa de Paris⁵¹. Daí o pedido era remetido ao Ministério dos Negócios Exteriores que consultava os agentes consulares no Brasil por meio de sua Embaixada. Com base nesse relatório, o Quai d'Orsay sugeria ao Ministério das Finanças a admissão, ou não, do título à Bolsa de Paris. A decisão final permanecia, no entanto, nas mãos do Ministério das Finanças.

Os primeiros empréstimos públicos e grande parte dos emitidos até 1913 não envolveram maior polêmica para serem admitidos ao pregão da Bolsa de Paris. Isto ocorreu, por exemplo, com aquele que parece ter sido o primeiro empréstimo público brasileiro emitido diretamente no mercado francês: um empréstimo para a Província da Bahia em 1888, no total de 20 milhões de francos, emitido pela Banque de Paris et des

⁵¹ A partir de 1909, era o próprio banqueiro que enviava previamente uma consulta ao Departamento de "Movimento Geral de Fundos". Essa mudança de procedimento pode ter decorrido da recusa de algumas propostas, ou de crescentes problemas com os devedores dos empréstimos.

Quadro 3. Títulos públicos brasileiros registrados na Bolsa de Paris em 1912 (milhares de francos franceses)

Anos	Taxas de juro nominais	Devedores	Montante
1. Governo Federal			
1883	4,5%	Porto de Pernambuco	80.980,2
1888	4,5%	"	118.203,1
1889	4%	"	458.907,1
1895	5%	""	182.715,1
1898	5%	Funding Loan	217.065,2
1903	5%	""	209.235,6
1905	4%	"" (rescission)	354.183,4
1908/9	5%	Estrada de Ferro Noroeste	100.000,0
1909		Porto de Pernambuco	40.000,0
1910		Estrada de Ferro Goiás	100.000,0
1911	4%	Estrada de Ferro Sudoeste Brasil	60.000,0
2. Estados e Municípios			
1888	5%	Estado da Bahia	12.972,5
1894	5%	Estado do Espírito Santo	10.000,0
1902	5%	Estado do Pará	34.879,3
1905	5%	Estado de São Paulo	94.539,0
1905	5%	Município de Pará (Belém)	25.000,0
1905	5%	Estado de Pernambuco	23.000,0
1905	5%	Estado do Paraná	19.250,0
1906	5%	Estado do Amazonas	82.303,5
1906	5%	Município do Pará (Belém)	15.000,0
1907	5%	Estado de São Paulo	50.400,0
1907	5%	Estado de Minas Gerais	25.000,0
1908	5%	Estado de São Paulo (bonus)	101.987,2
1908	5%	Estado do Espírito Santo	29.752,0
1909	5%	Estado de Pernambuco	37.150,0
1909	5%	Estado de Alagoas	12.500,0
1909	5%	Estado de Santa Catarina	3.150,0
1910	4,5%	Estado de Minas Gerais	120.000,0
1910	5%	Estado da Bahia	44.785,0
1910	5%	Estado do Maranhão	20.000,0
1910	5%	Estado do Ceará	15.000,0
1910	5%	Estado do Rio Grande do Norte	8.750,0
1911	4,5%	Estado de Minas Gerais	50.000,0
1911	5%	Município de Salvador (Bahia)	24.816,0

Fonte: Ministère des Finances. B 31.331. Lettre du Ministère des Affaires Etrangères au Ministre des Finances. Note du Ministre de France à Rio sur les capitaux français au Brésil. Le 5 fev. 1912.

Pays Bas. Em sua resposta ao Ministério das Finanças, o dos Negócios Exteriores informava não haver objeções à negociação deste título na Bolsa⁵².

⁵² Ministère des Finances - B 31.331.

A mesma expressão - "não há objeções diplomáticas" - era empregado com frequência em empréstimos ao Governo Federal. A 1.º de maio de 1879,0 Quai d'Orsay respondeu nesses termos à demanda sobre o empréstimo do Império do Brasil de 1875, originalmente contratado em Londres por Rothschild. A mesma fórmula foi aplicada a uma solicitação que englobava vários empréstimos (os de 1883, 1886 e 1888) para o Império do Brasil, todos eles negociados por Rothschild em Londres⁵³.

Também um empréstimo para o Estado de São Paulo em 1905, colocado em Paris pela Banque de Paris et des Pays Bas, recebeu a mesma apreciação⁵⁴. Tais exemplos, em que nenhuma restrição era levantada, poderiam ser multiplicados. É preciso observar, no entanto, que o Ministério dos Negócios Exteriores passou a apresentar objeções em crescente número de casos. Por um lado, é possível que o procedimento de admissão do título ao pregão da Bolsa tenha sido utilizado como forma de pressão para resolver casos pendentes em relação aos interesses franceses no Brasil. Por outro lado, também começaram a surgir objeções quanto à viabilidade ou seriedade dos empréstimos propostos. Vejamos alguns desses últimos casos.

Em 1908, quando se fez o pedido de admissão ao pregão da Bolsa de Paris de um empréstimo para o Governo Federal (100 mil obrigações a 500 francos cada, no total de 50 milhões de francos, lançado pela Banque de Paris et des Pays Bas e pela Société Générale), o Quai d'Orsay lembrou ao Ministério das Finanças que esta era uma oportunidade para regularizar algumas demandas francesas no Rio Grande do Sul. Vinte dias mais tarde, uma remessa de 120 mil francos foi feita pelo devedor, sob pressão dos bancos envolvidos, a fim de regularizar a questão⁵⁵.

Outra condição usualmente proposta pelo Ministério dos Negócios Exteriores, mas nem sempre aceita pelo Ministério das Finanças, era a de reciprocidade: nos empréstimos destinados à construção de estradas de ferro ou de obras públicas, a aquisição de materiais e equipamentos franceses era admitida como condição para obter o registro do título na Bolsa. Este foi o caso, por exemplo, do empréstimo de 100 milhões de francos para a Estrada de Ferro Goiás⁵⁶. Assim como

⁵³ Ministère des Finances - B 31.331.

⁵⁴ Ministère des Finances - B 31.336.

⁵⁵ Ministère des Finances - B 31.333.

⁵⁶ Ministère des Affaires Etrangères, *Correspondence Politique et Commerciale*, 1897/1918. VaI. 46. Carton 94.

do de 60 milhões, em 1911, para construção da rede ferroviária da Bahia⁵⁷.

Além destas observações, paralelas à operação proposta, passou a ser crescente o número de objeções apresentada aos empréstimos em SI mesmos. O Estado do Pará, por exemplo, contratou em 1901 em Londres, um empréstimo de 1.45 milhões de libras esterlinas. A 22 de fevereiro de 1902, o Ministério dos Negócios Estrangeiros enviou ao das Finanças um relatório do Cônsul francês no Pará, mencionando as dificuldades que o empréstimo, lançado em Londres por Seligman Brothers, enfrentara para ser colocado nesse mercado. Em outra resposta, de 7 de julho de 1903, o Quai d'Orsay insistia junto ao Ministério das Finanças para que protegesse o mercado francês desses títulos, já que sua colocação em Londres fora um fracasso. Apesar desses comentários, o Ministério das Finanças autorizou a admissão, provavelmente pela participação como subscritores, na França, dos influentes Banque de Paris et des Pays Bas, Société Générale, e Crédit Lyonnais⁵⁸.

O Quai d'Orsay também manifestou frequentes objeções às garantias apresentadas pelos Governos Estaduais para os empréstimos obtidos. O parecer apresentado pelo serviço diplomático francês em 5 de Julho de 1910, com relação a um empréstimo de 120 milhões de francos para o Estado de Minas Gerais é bastante claro a esse respeito:

"Embora sem formular qualquer objeção formal, tenho a honra de lembrar as observações feitas em minhas observações anteriores de que os empréstimos para certos Estados brasileiros não se beneficiam da garantia do Governo Federal⁵⁹.

Objeções mais sérias também foram apresentadas. Em 1906 os comentários sobre empréstimos solicitados pelo Estado de Amazonas à Société Marseillaise de Crédit Industriel et Commercial et de Dépôts mencionava os seguintes pontos: 1) a garantia oferecida, que consistia de rendas fiscais devidas ao Estado, era inferior ao serviço anual da

⁵⁷ Ministère des Finances - B 31.331. Lettre au Ministère des Finances, 10.07.1911.

⁵⁸ Ministère des Finances - B 31.335.

⁵⁹ Ministère des Affaires Etrangères. *Correspondence Politique et Commeniale, 1897/1918*. Vol. 46. Carton 163.

dívida; 2) a lei estadual que autorizou o empréstimo permitia que o resgate dos títulos antigos (que era o objetivo do empréstimo) poderia ser conduzido da forma mais conveniente para o Estado o que, no caso do Amazonas, poderia ser particularmente perigoso para os portadores dos títulos⁶⁰,

Outro exemplo de objeção é dado pelo Vice-Cônsul francês na Bahia.

Em carta datada de 2 de dezembro de 1909, e respondendo a um pedido de admissão ao pregão do empréstimo do Rio Grande do Norte (de 8.750.000 francos), ele se referia também a outros estados como Alagoas, Paraíba e Sergipe:

"As consultas verbais que venho fazendo há um mês junto a franceses, consules estrangeiros e viajantes (...) reforça mais e mais a idéia de que uma casa financeira incorreria em grave erro se considerasse tais solicitações de crédito"⁶¹.

Um empréstimo concedido para o Estado de Alagoas em 1906 sem dúvida constitui o melhor exemplo de dissipação de fundos. Após lançar o empréstimo, o Crédit Départemental- "Quase desconhecido" nas palavras de um relatório do Quai d'Orsay - declarou-se em falência, absorvendo nesse processo fundos já subscritos do empréstimo de Alagoas. O procurador do Estado, Wanderley de Mendonça, foi a Paris defender os interesses alagoanos junto à massa falida em liquidação, e também para lançar no mercado a parcela do empréstimo ainda não emitida. Ele emitiu os títulos, grande parte em duplicata; recebeu novas subscrições com os fundos. Só foi localizado em 1917, em Genebra, tendo sido então encaminhado à justiça⁶².

Estes casos são suficientes para conduzir-nos a algumas conclusões.

Tudo indica que a abundância, no mercado de Paris, de capitais interessados em aplicações no exterior, permitiria a emissão de títulos com as mais frágeis garantias. As instituições mais fortes, como a Banque de Paris et des Pays Bas e a Société Générale, podiam escolher seus clientes entre os que ofereciam condições mais seguras (como o

⁶⁰ Ministère des Finances - B 31.334.

⁶¹ Ministère des Finances - B 31.335.

⁶² Ministère des Finances - B 31.334; Ministère des Affaires Etrangères Amériquel Brésil. Vol. 64.

próprio Governo Federal ou os dos Estados mais ricos). Os bancos menores procurariam Estados e Municípios cujas finanças eram menos sólidas - embora sempre interessados na busca de novos recursos - a fim de propor tais títulos no mercado de capitais francês. Esta circunstância pode ser verificada no Quadro 3: os empréstimos para Estados e Municípios cresceram consideravelmente nos anos anteriores à crise de 1913/14.

Alguns bancos franceses realizaram investimentos substanciais em estradas de ferro, obras públicas e indústrias de Estados considerados "periféricos" na época. Encontramos Louis Dreyfus no Ceará e em Santa Catarina,]. Loste e Ch. Victor no Espírito Santo, a Banque de l'Union Parisienne e o Crédit Mobilier na Bahia. Em todos esses casos, o parecer do Ministério dos Negócios Exteriores francês foi desconsiderado e, talvez, alguns bancos tenham exercido pressão a fim de obter resposta favorável do Ministério de Finanças às suas demandas.

Tudo indica, portanto, que os banqueiros franceses, dado o excedente de capital no mercado, forçaram a colocação de títulos sem maior preocupação em avaliar a viabilidade dos projetos ou as garantias oferecidas. As enormes perdas incorridas, após 1914, pelos portadores franceses de títulos brasileiros decorreram da crise financeira que atingiu o Brasil durante a Primeira Guerra Mundial e da desvalorização do franco francês durante aqueles anos. É inegável, no entanto, que as perdas foram maiores em relação aos empréstimos realizados sem maiores cuidados pelos banqueiros, com o intuito de obter rapidamente os ganhos decorrentes da colocação dos títulos no mercado.

A dívida externa privada: breve exploração de alguns dados

A informação disponível em relação à dívida externa privada não é suficiente para a realização de estudo similar àquele que se fez com a dívida pública externa. Não há registros sistemáticos, nem sequer agregados, dos empréstimos tomados por empresas privadas estabelecidas no Brasil. Consequentemente, a pesquisa deve limitar-se a alguns estudos de caso, com base nas fontes que descrevem operações de crédito específicas entre um banco e uma empresa.

Dois tipos de arquivos podem fornecer esta informação: os arquivos privados, especialmente aqueles que contêm a correspondência entre matrizes e filiais de bancos internacionais; e os de instituições públicas,

especialmente os Ministérios de Relações Exteriores e das Finanças do Brasil e dos países credores.

O primeiro, que tem a grande desvantagem de se encontrar disperso e de requerer, em geral, a obtenção de autorizações especiais dos que custodiam a documentação a ser pesquisada, constitui a única fonte para o mercado de Londres. A Bolsa de Valores daquela cidade era um órgão privado, não-sujeito a qualquer supervisão governamental. Seus membros elegiam um Comitê Geral no círculo de corretores e investidores com o fim de supervisionar as operações bursáteis. Não havia qualquer ligação oficial entre a Bolsa e o Governo. Havia, no entanto, contatos confidenciais entre o Tesouro e o Foreign Office de um lado, e a Bolsa de Valores do outro. Com frequência, tais contatos eram mediados pelo Banco da Inglaterra. Mas, a influência do Governo sobre a política de investidores era mínima em comparação com a França e a Alemanha⁶³.

O segundo, que tem a vantagem de permitir uma visão global de amplo conjunto de informações, pode ser utilizado na análise de mercados financeiros como o de Paris, muito expostos à influência do Governo e também envolvidos em manobras políticas. Desde 1823, todos os títulos a serem negociados na Bolsa de Valores francesa dependiam da aprovação oficial de um Conselho de Admissão supervisionado por um Comissário da Bolsa de Valores indicado pelo Governo. Os investimentos no exterior estavam sujeitos a exame especial pelo Governo antes que pudessem ser cotados na Bolsa de Paris. O Ministro das Finanças examinava-os sob o ponto de vista fiscal, e o de Relações Exteriores em seus aspectos políticos. Se o Governo julgava indesejável, do ponto de vista fiscal ou político, a admissão de um empréstimo externo, ele podia, com base no parecer de um ministro, proibir a admissão do título ao pregão da Bolsa de Paris.

O primeiro tipo de fonte já foi explorado na segunda seção deste trabalho, que apresenta operações até recentemente pouco comentadas, tais como os empréstimos às atividades agrícolas e à indústria, empregando principalmente a correspondência do London and Brazilian Bank. O segundo tipo de fonte, a ser explorado a seguir, refere-se a grandes investimentos, principalmente em estradas de ferro. Para mos-

⁶³ Karl Eric Bom, *International Banking in the 19th and 20th Centuries*. Warwickshire, Berg Publishers, 1983, pp. 115-119.

trar suas potencialidades, fazemos uso da documentação dos arquivos do Ministério dos Negócios Exteriores e do Ministério das Finanças da França.

As grandes empresas de serviços de utilidade pública do Brasil foram organizadas a partir de concessões governamentais para a exploração de serviços específicos como estradas de ferro, iluminação pública, distribuição de gás, ou instalações portuárias. No estágio inicial, grande parte dessas concessões se deram em âmbito regional e deixaram registros de disputas violentas, inclusive práticas de corrupção e processos decisórios pouco racionais. Como obter uma concessão dependia fundamentalmente do prestígio do solicitante junto aos concedentes, nem sempre o primeiro concessionário tinha efetivas intenções de empreender o negócio. Nestes casos, a concessão era, a seguir, comprada por um homem de negócios brasileiro ou estrangeiro (um *promoter*) com bons contatos no Governo e/ou no exterior.

Até o final do Século XIX, as concessões ferroviárias dispunham, em geral, de garantia de juros - ou seja, sobre o capital autorizado pelo governo havia um rendimento certo a ser distribuído a seus acionistas. Desse modo, as ações acabavam se tornando quase iguais a um título com renda fixa em termos nominais.

No governo Campos Sales, pelo peso que a garantia de juros (quase sempre devida em ouro) assumiu nos encargos externos, realizou-se o resgate das concessões ferroviárias e o posterior arrendamento das linhas férreas. Contudo, as empresas que tinham projetos de extensão de suas linhas podiam solicitar ao Governo Federal a concessão de um aval para empréstimos que fossem obtidos no exterior. O aval do Governo Federal era tido, nos mercados, como uma garantia de pagamento dos juros e do principal, o que facilitava sobremaneira o lançamento desses títulos. Nessas condições, um banco se incumbia de promover o lançamento dos títulos - principalmente debêntures - no mercado. Os títulos eram comprados pelo público em geral, ficando o banco apenas como o agente financeiro do empréstimo. Embora a taxa de juros fosse baixa, os títulos passavam a ser negociados em bolsa, tendo o seu valor fixado, entre outros critérios, pela regularidade dos pagamentos feitos pelo devedor. Numa crise em que esses pagamentos fossem suspensos, o valor de mercado desses títulos caía abruptamente.

Além desse tipo de operação, típico dos grandes empréstimos, houve também empréstimos obtidos diretamente por empresas junto aos bancos estrangeiros ou por suas filiais no Brasil. É muito provável que

as estradas de ferro - nacionais ou de propriedade estrangeira - tenham sido as primeiras empresas a obter empréstimos externos'. Como exemplos destas operações, relacionamos abaixo alguns empréstimos obtidos por estradas de ferro no Brasil⁶⁴.

Quadro 4. Empréstimos a estradas de ferro do Brasil (valores iniciais)

Empresas	Libras esterlinas	Anos
Estrada de Ferro São Paulo-Rio	764.200	1870/4
Estrade de Ferro Sorocabana-Ituana	230.000	1877
Cia. Paulista de Estrada de Ferro	150.000	1878
	2.750.000	1892
Cia. Mogiana de Estradas de Ferro	473.800	1888
	2.500.000	1911
	1.500.000	1914

Fontes: Castro, A. C. Op. cit. e Saes, F.A. M. de. Op. cit.

Os dados apresentados no quadro acima sugerem que as empresas aí citadas, desde seu começo, buscaram o mercado financeiro externo. Mais difícil é avaliar os benefícios que tais empresas obtiveram a partir dos empréstimos obtidos. A Companhia Paulista foi capaz de saldar seus débitos apesar de ter enfrentado dificuldades senas nos períodos de crise cambial. A Companhia Mogiana sofreu dificuldades crescentes com os encargos dos empréstimos de 1911 e 1914. A São Paulo-Rio de Janeiro e a Sorocabana-Ituana passaram ao controle do Governo Federal - no último caso, entre outros motivos, devido a situação de insolvência em que havia caído desde o final do século XI~.

Estas informações não nos permitem chegar a qualquer tipo de generalização; poder-se-ia afirmar que o declínio de uma ?u. de outra empresa ferroviária foi decorrente dos encargos dos empréstimos, embora em vários casos o peso destes não tenha criado maiores problemas para as companhias. Esta evidência permite concluir apenas que, nos casos de falência, as projeções do desenvolvimento de cada empresa feitas por seus diretores, e também aceitas pelos bancos credores, mostraram-se inadequadas

Examinamos a seguir os empréstimos colocados como obrigações

⁶⁴ Ana Célia Castro, *As Empresas Estrangeiras no Brasil, 1860-1913*. Rio de Janeiro, Zahar, 1979, p.43; Flávio A. M. de SAES, *As Ferrovias de São Paulo. 1870-1940*. São Paulo, Hucitec/INL, 1981, p. 166-7.

no mercado francês por meio da Bolsa de Paris. Os títulos registrados na Bolsa de Paris em 1912 estão incluídos no Quadro 5. O total atinge montante apreciável, embora não corresponda efetivamente às "entradas" de recursos no Brasil em função do desconto implícito no "tipo" de cada empréstimo. Admitindo um "tipo" médio de 85 (ou seja, um desconto de 15%, fazendo a conversão à taxa de 25 francos por libra esterlina, chegamos ao total de 31,5 milhões de libras para 1912. Esse total é comparável ao dos empréstimos públicos arrolados no quadro 3.

Marcelo de Paiva Abreu⁶⁵ apresentou os seguintes números para os investimentos externos no Brasil (total público e privado, direto e de *portfolio*): 407,6 milhões de libras; dívida pública externa em circulação em 1914; 151,7 milhões de libras. Consequentemente, o volume de títulos cotados na Bolsa de Paris em 1912 correspondia a cerca de 8% do investimento estrangeiro total de 1913 e a cerca de 21 % da dívida pública externa em 1914. Se lembrarmos que Londres, e não Paris, era o principal fornecedor de créditos para as empresas brasileiras e ainda que o mercado francês só se tornou significativo a partir de 1900, percebe-se a relevância do mercado francês naquele momento particular.

Estes fundos foram aplicados, em sua maior parte, no setor de transportes (estradas de ferro e portos) e na infraestrutura para o comércio internacional. Tais empréstimos, portanto, contribuíram para promover o desenvolvimento do capitalismo, assim como da divisão internacional do trabalho, na qual cabia ao Brasil uma produção primário-exportadora. Cumpre indagar, no entanto, em que medida tais empréstimos foram efetivamente convertidos em investimentos produtivos, pois tais operações envolviam grandes riscos e podiam tornar-se fonte de grandes perdas. Em vários casos, o destino efetivo dos empréstimos podia ser diverso daquele apresertado no prospecto de lançamento dos títulos no mercado. Também há evidências de que, em vários casos, a colocação de um empréstimo representava mero esquema financeiro para atrair fundos disponíveis no mercado. Examinemos alguns exemplos.

A Companhia de Estradas de Ferro do Norte do Brasil (ex-Tocantins-Araguaia) obteve 17 milhões de francos no mercado francês por meio de empréstimos sob a forma de obrigações (*bonds*). O Banco Etienne Muller, responsável pela colocação da emissão, decidiu verificar *in loco*, por seu inspetor, o andamento dos trabalhos. O cônsul francês em Belém (pará) mostrou-se cético sobre o futuro da empresa pois concluiu seu

⁶⁵ Op. cit., p. 168.

Quadro 5. Títulos cotados na Bolsa de Valores de Paris em 1912 (milhares de francos franceses)

Anos	Taxas de juro nominal	Empresas	Total
Empréstimos garantidos pelo Governo Federal			
1896	5%	Estr. Ferro São Paulo-Rio Grande	24.662,0
1903	5%	"	22.401,0
1904	5%	Estr. Ferro Victoria-Minas	19.881,0
1906	5%	"	12.446,5
1906	5%	"	12.166,5
1906	5%	Estr. Ferro Norte do Brasil	24.992,5
1906	5%	Estr. Ferro Noroeste do Brasil	39.970,6
1907	5%	Estr. Ferro Victoria-Minas	29.896,5
1908	5%	Estrada de Ferro Goiás	34.934,5
1908	5%	Estr. Ferro São Paulo-Rio Grande	61.321,0
1910	5%	Estr. Ferro Victoria-Minas	14.991,0
1911	5%	Estr. Ferro São Paulo-Rio Grande	25.129,5
1912	5%	Estr. Ferro Victoria-Minas	25.000,0
		Porto da Bahia	75.000,0
		Porto do Pará	25.834,0
	5%	Cia. Francesa do Porto do R. Grde. Sul	85.000,0
Empréstimos garantidos pelos Estados			
1910	5%	Estr. Ferro Norte do Paraná	43.365,0
1910	5%	Banco de Créd. Hip. e Agric. Est. S.Paulo	39.750,0
1910	5%	Banco de Créd. Hip. e Agric. Esp. Santo	40.000,0
	6%	Banco de Créd. Hip. e Agric. M. Gerais	20.000,0
Empréstimos para empresas privadas			
	6%	São Paulo-Minas Railway	7.042,0
	4,5%	Brazil Railway Co.	86.500,0
	5%	South Brazilian Railway	20.000,0
	6%	Estr. Ferro do Sudoeste do Est. Bahia	6.287,0
		Crédit Foncier du Brésil	37.500,0
	5%	Estr. Ferro Federais Brasileiras (Sul de Minas)	50.000,0
		Rio de Janeiro Tramway	
		Light and Power	34.000,0
		Fazendeiros de São Paulo	2.000,0
		Municip. de Pará Improvements Co.	10.800,0
	5%	Cie. Générale du Rio de Janeiro	12.000,0
	5%	Cie. Générale Pernambuco	5.814,0
		Cie. Du Port de Rio de Janeiro	20.000,0

Fonte: Ministère des Finances.- b 31.331 - Lettre du Ministère des Affaires Etrangères au Ministère des Finances. Note du Ministre de France à Rio sur les capitaux français au Brésil, le 5 février 1912.

relato identificando a existência de injustificável desperdício de fundos. Ele acreditava que a situação dos portadores franceses de obrigações era "bastante crítica"⁶⁶,

Outra empresa ferroviária, a Estrada de Ferro Paracatu ou do Norte de Minas, requereu que seus títulos fossem admitidos ao pregão da Bolsa de Paris em 1912. A legação francesa no Brasil solicitou, na época, uma previsão dos rendimentos do negócio⁶⁷. A representação diplomática não acreditava que tal empresa pudesse produzir resultados adequados, e assinalava que os juros garantidos pelo Estado de Minas Gerais - que, de resto, não vinha dando tratamento desejado a outros investimentos franceses - eram insuficientes⁶⁸. Em 1917, a Banque Privée Lyon-Marseille e a Banque Française pour le Commerce et l'Industrie reclamavam o pagamento de 800 mil francos devidos pela Companhia.

Dois outros exemplos de estradas de ferro em São Paulo são ilustrativos. A Estrada de Ferro do Dourado solicitou, em novembro de 1913, que 60 mil obrigações de 500 francos fossem admitidas ao pregão da Bolsa de Paris, o que lhe foi concedido⁶⁹. Depois de poucos meses, em março de 1914, a empresa entrou em processo falimentar. O banqueiro responsável pela emissão, M. Dreyfus, afirmou à época que a falência decorrera de má gestão dos negócios, pois a empresa era rentável e seus equipamentos estavam em boas condições⁷⁰.

O mesmo ocorreu com a Estrada de Ferro de Araraquara. Seus títulos foram colocados no mercado francês por meio de um banco alemão, Behrens & Soehne de Hamburgo, num total de 30 milhões de francos. Em 1914 a empresa foi à falência, após ter estado em atraso para com seus credores (portadores de obrigações)⁶¹. Parece claro que foram os bancos que tiveram pouco cuidado ao analisar a situação destas companhias. Recursos aplicados em firmas em estado falimentar não costumam gerar benefícios sociais expressivos.

⁶⁶ Ministère des Affaires Etrangères. *Correspondence Politique et Commerciale*, Vol. 28.

⁶⁷ Ministère des Affaires Etrangères, *Correspondence Politique et Commerciale*, Vol. 31.

⁶⁸ Ministère des Finances - B 31.340.

⁶⁹ Ministère des Affaires Etrangères. *Correspondence Politique et Commerciale*, Vol. 48. Carton 266.

⁷⁰ Ministère des Affaires Etrangères. *Correspondence Politique et Commerciale*, Vol. 49. Carton 14.

⁷¹ Ministère des Affaires Etrangères *AmériquelBrésil*. vol. 81.

A estes exemplos podemos acrescentar o caso da Farquhar/Brazil Railway Company. As aventuras de Farquhar no Brasil e na América Latina já são bastante conhecidas. Ele construiu uma verdadeira pirâmide financeira, muito complexa e bem pouco sólida. Suas empresas, principalmente nos ramos de transporte e de serviços públicos, serviram de base para a emissão de ações e obrigações, todas com ampla aceitação nos mercados europeus (principalmente o francês). As inúmeras ligações financeiras entre as empresas do "sindicato" eram uma ameaça permanente ao conjunto. Entre 1914 e 1918, a obra financeira de Farquhar caiu por terra com pesadas perdas para os portadores franceses de suas obrigações.

Um exemplo dos problemas de gestão que ele iria enfrentar é fornecido alguns anos antes por comentário apresentado no jornal *Le Marché* (10 de setembro de 1912) a respeito da declaração de despesas da Sorocabana Railway Company (uma das empresas do grupo Farquhar):

"Infelizmente, o Ministro - espírito retrógrado e pouco agudo - não percebeu estas sutilezas. E opôs-se de modo absoluto à solicitação da Companhia. Ele não quer que despesas financeiras sejam confundidas com despesas de exploração e obriga, dessa forma, que a Brazil Railway revele em seus balanços as despesas que faz em suas inúmeras emissões de títulos. O Governo brasileiro demonstra, no episódio, desagradável espírito revolucionário. Será que não compreende que, no dia em que em grande número de balanços de empresas estrangeiras se puder ler corretamente o capítulo das comissões a bancos e outros gastos de emissão e de publicidade, não será mais possível encontrar um centavo sequer para elas?"⁷².

Na verdade, o *porifolio* de títulos da Sorocabana Railway Company era um bom exemplo do potencial de instabilidade existente no Sindicato Farquhar. Ele incluía ações da Companhia Paulista de Estradas de Ferro, Companhia de Grandes Hotéis de São Paulo, Companhia Auxiliar de Estradas de Ferro, Companhia Estrada de Ferro Sudoeste Brasileiro e "*bonds*" da Brazil Land, Cattle and Packing Co., todas empresas do grupo Farquhar. Percebe-se que as empresas sustentavam-se mutua-

⁷² *Le Marché*. 10.09.1912. Archives Nationales - 65 AQ-E 676.

mente, situação perigosa quando uma crise atingia uma delas, levando as demais pelo mesmo caminho.

Os exemplos que acabam de ser citados indicam que, também na constituição da dívida externa privada, houve amplas oportunidades para práticas financeiras que implicavam desperdício de recursos.

Algumas conclusões

As evidências levantadas ao longo deste artigo justificam nossa proposta inicial: os padrões de endividamento público e privado do Brasil entre 1850 e 1930 foram bem mais variados que a abordagem do tema sugere. Empresas privadas, inclusive industriais, obtiveram empréstimos diretamente nos bancos estrangeiros instalados no País e também tiveram a oportunidade de lançar títulos no mercado europeu. As grandes empresas ferroviárias, que, após o resgate promovido no governo Campos Sales, haviam sido arrendadas principalmente a empresas estrangeiras, obtiveram volumosos recursos no mercado europeu sob a forma de debêntures, freqüentemente com o aval do Governo Federal. Governos estaduais e municipais também tiveram acesso ao mercado financeiro europeu, em grande parte com projetos pouco consistentes e com agentes financeiros nem sempre de grande responsabilidade.

Curiosamente, alguns casos aqui analisados envolveram conflitos entre credores e devedores: Vergueiro entregou sua fazenda ao banco inglês como garantia pela dívida não paga; para o próprio Banco, essa solução não se mostrou um grande negócio, acumulando problemas em sua gestão. No caso dos títulos lançados em Paris, à grande euforia de 1906-1913, seguiu-se a crise impulsionada pelos efeitos da Primeira Guerra Mundial. Em 1914, o Brasil foi conduzido a um segundo *Funding Loan*, face à sucessão dos pagamento da dívida externa. Com relação aos empréstimos obtidos na França, a situação dos credores foi agravada pela desvalorização do franco, durante a Guerra, numa proporção maior do que a do mil-réis. Os títulos que não tinham cláusula-ouro sofreram uma desvalorização real, punindo severamente seus portadores (e não os agentes financeiros que os haviam lançado). Uma longa disputa com os franceses exigindo o pagamento em ouro - arrastou-se pela década de 1920, mas é inegável que o mercado de Paris nunca recuperou, em relação ao Brasil, a posição que desfrutava entre 1906 e 1913.

Convém ressaltar ainda que a maior parte dos empréstimos arrolados neste artigo se destinava a atividades produtivas, e que em muitos casos foram concedidos a empresas privadas com o aval do Governo

Federal, não se enquadrando no caso de empréstimos obtidos para cobrir a dívida pública. Portanto, o endividamento externo brasileiro apresentou, em seu conjunto, um padrão bem mais complexo do que sugere a historiografia: dívida pública e dívida privada, empréstimos para cobrir déficits financeiros e empréstimos para atividades produtivas; Credores ingleses e franceses são elementos que se integram num processo em que a recorrente crise da dívida externa parece ter sido o ponto final de cada ciclo de endividamento.