

REVISTA DA FACUL-  
DADE DE DIREITO  
DA UNIVERSIDADE  
DE LISBOA



ANO I

JULHO A DEZEMBRO DE 1917

VOL. I

N.<sup>os</sup> 3 E 4

## COMISSÃO DIRECTORA

PROF. ABEL DE ANDRADE — PROF. BARBOSA DE MAGALHÃES  
PROF. FERNANDO EMYGDIO DA SILVA — PROF. LUDGERO NEVES

---

### SUMÁRIO

#### SCIENCIAS ECONOMICAS

SEGUROS.....	Prof. ALBINO VIEIRA DA ROCHA
O SOCIALISMO JURIDICO E A METODIZA- ÇÃO DA MATERIA ECONÓMICA.....	ARMINDO RODRIGUES MONTEIRO
OS GRANDES EMPRESTIMOS DA GUERRA. REVISTA ECONOMICA COM INDICE DA LE- GISLAÇÃO ECONOMICA E DOS PROJEC- TOS APRESENTADOS NO CONGRESSO (1917) .....	FRANCISCO MACHADO
BIBLIOGRAFIA ECONOMICA.	ARMINDO MONTEIRO

#### SCIENCIAS POLITICAS

AS DOCTRINAS POLITICAS GERMANICA E LÁTINA E A TEORIA DA PERSONALIDA- DE DO ESTADO .....	Prof. ROCHA SARAIVA
CRONICA PARLAMENTAR ADMINISTRATI- VA (março a dezembro de 1917).....	Prof. LUDGERO NEVES
BIBLIOGRAFIA ADMINISTRATIVA.....	Direcção do prof. LUDGERO NEVES
JURISPRUDENCIA ADMINISTRATIVA.....	
CRITICA ADMINISTRATIVA .....	Prof. LUDGERO NEVES

#### SCIENCIAS JURIDICAS

DO NOME COMERCIAL E INDUSTRIAL.....	FRANCISCO JOSÉ CAEIRO
BIBLIOGRAFIA PORTUGUESA DE DIREITO COMERCIAL EM 1916.....	Prof. BARBOSA DE MAGALHÃES

#### ARQUIVO

UM CODICE DOS SECULOS XVI E XVII

# OS GRANDES EMPRÉSTIMOS DE GUERRA

SUMÁRIO: Introdução.—I. Os empréstimos de guerra e as outras formas de obter dinheiro para o custeio do conflito, especialmente os impostos.—II. Momento em que devem ser lançados os empréstimos de guerra.—III. O montante do empréstimo.—IV. O prazo do reembolso.—V. A quem devem ser pedidos os empréstimos de guerra.—VI. Vantagens a conceder aos prestamistas.—VII. Modo de emissão.—VIII. Conseqüências financeiras dos grandes empréstimos de guerra.—Apendice: Relação dos empréstimos das principais potencias envolvidas na Grande Guerra.

A Sciência das Finanças formulou já as regras que os Estados devem seguir para a obtenção do dinheiro necessário à manutenção e proseguimento das lutas armadas em que se lançam e empenham, regras estas que, bom é assinala-lo desde inicio, se não apresentam inflexiveis, dogmaticas e intransigentes, mas que antes, num forte carácter de relatividade, atendem à situação economica, politica e social do meio em que vão ser applicadas. De facto, dadas as características especiais que revestem a maior parte das despesas de guerra, indispensável era estudar cuidada e minuciosamente os vários processos adequados à sua satisfação, por fórma a trazerem o mínimo de perturbação à economia geral do país e o maximo de proveito ao tesouro público.

É nisto que consiste o problema das finanças de guerra, que envolve assim o estudo de ordem, da medida e do momento em que se devem empregar os meios adequados á obtenção das receitas indispensáveis para cobrir as despesas proveniente directa, lógica e necessariamente do conflito

Fácil é portanto constatar que, conseqüentemente, êste problema existe ainda antes de rompida a paz e após a sua conclusão, pois, efectivamente, as despesas provenientes da mobilisação e da liquidação estão nêle em absoluto comprehendidas, visto a sua

origem ter por causa lógica e necessária o conflito armado ou a sua eventualidade imediata<sup>1</sup>.

A importância dêste capítulo da ciência das finanças é por tal forma grande que inútil se nos afigura encarecê-la. Hoje mais do que nunca o dinheiro é o nervo da guerra; hoje mais que nunca vence aquele Estado que melhor se tiver preparado para a vitória — antes ou durante a luta — e essa preparação não é só militar mas também econômica e financeira.

A Alemanha que tão metodicamente fizera a sua preparação bélica afim de poder desencadear esta horrível guerra no momento por ela escolhido, tendo assim uma enorme superioridade sobre os seus prováveis adversários, não se esqueceu do lado financeiro da questão que aí foi encarado com todo o cuidado na remançosa tranquilidade da paz.

E é com razão que André Sayous diz que a situação econômica e financeira da Alemanha em 1914 não foi sem influência na decisão que êste país tomou de encetar a luta que ensanguenta à hora presente a Europa toda, e eu acrescentarei que as dificuldades financeiras da França não deixariam de mostrar aos estadistas germanicos como propício o momento para arremeter contra êste país.

E se carecessemos de melhor ainda mostrar a importância dêste problema lembrariamos o exemplo frisantissimo da guerra russo-japonesa, onde, como diz Riesser, a falta de uma intregal preparação foi o calcanhar de Aquiles do vencedor e a salvação do vencido porque o Japão ao terminar a luta não estava em estado de fazer grandes imposições devido à sua situação financeira não lhe permitir a continuação das hostilidades.

E dentro dêste problema, cuja importância vimos de rapidamente assinalar, o estudo a um tempo mais incontestavelmente fundamental e de maior vulto é o dos empréstimos de guerra, visto ser por meio dêles que se obtem as mais importantes somas,

---

<sup>1</sup> A simples ameaça de uma guerra acarreta por vezes despesas enormes cujo estudo se faz neste capítulo de ciência de finanças. A título de exemplo posso dizer que em 1908 a probabilidade de uma guerra por causa da questão bósnica custou à Austria em pouco tempo um grande sacrificio. E se quizermos um exemplo mais recente temos os Estados Unidos que calculavam fazer, antes de se declararem abertamente ao lado dos Aliados, claro, em 1917-18 com o Ministério da Guerra uma despesa de 2.106 milhões de francos contra 879 milhões em 1913-14 e com o Ministério da Marinha a despesa prevista para 1917-18 era de 1.913 milhões contra 702 milhões em 1913-14.

podendo-se mesmo dizer que a causa da paz só será de natureza financeira quando, tendo desaparecido a confiança na solvabilidade do país, se tornarem impossíveis operações desta natureza.

Por sorte que, se o dinheiro é o fim visado pelas finanças de guerra, o crédito constitue o mais poderoso instrumento para, potencializando as forças economicas da nação, eficazmente o conseguir e realizar.

E isto é de tal fôrma verdade, que é inconcebível uma guerra de certa importância sem o lançamento de grandes empréstimos.

Se não, vejamos rapidamente os outros meios de conseguir dinheiro.

## I

Os Tesouros de guerra não teem já, como antanho, por missão solver todos os encargos da luta mas apenas as despesas provenientes da mobilisação e, quando muito, as primeiras despesas da guerra propriamente dita, o que não significa que, dizendo isto, concordemos com os detractores da sua utilidade.

Os empréstimos forçados directos, energeticamente combatidos por todos os grandes tratadistas, excepção feita para Wagner, caíram em descrédito por isso que rarissimas vezes fornecendo as somas esperadas trazem consigo uma enorme perturbação e acarretam desigualdades, dão logar a vexames e veem finalmente dificultar a realização de empréstimos voluntários.

Os empréstimos patrióticos em que a imaginação excitada dos românticos pôz grandes esperanças vieram também quasi sempre desiludir pelo seu rendimento pequenissimo e consequente abalo no crédito público os que se fiaram nas suas virtudes financeiras.

O aumento da circulação fiduciaria após o estabelecimento do curso forçado tem limites para fora dos quais não é licito sair sem correr perigos gravissimos que não são neste momento de lembrar. Sem duvida é um processo cómodo, fácil, barato e portanto recomendável, emquanto se não forçar a sua natural elasticidade, mas ninguem pensa em sustentar uma guerra só com os recursos daqui provenientes. E neste momento parece-nos bem lembrar que não é licito, seja sob que pretexto fôr, insistir no insuflamento da circulação fiduciaria, desde que se manifestem

os primeiros sintomas de se ter atingido o limite permitido pela natural capacidade receptiva do país.

Resta um último recurso: o impôsto. E de facto não faltou quem tivesse sustentado a ilegitimidade do emprêgo do empréstimo para pagamento das despesas de guerra dado o seu carácter não reproductivo e a possibilidade de custear um conflito armado apenas com as somas fornecidas pelo impôsto.

Tempos houve de facto em que as duas correntas se debatiam, preferindo uma os impostos, optando a outra pelos empréstimos. A verdade é que semelhante discussão está estranhamente antiquada em frente do fabuloso montante das despesas da guerra moderna em que todos os meios juntos de arranjar recursos só difficilmente chegam para solver os compromissos pecuniarios dos Estados.

Basta recordar as duas características fundamentais e individualisadoras das despesas de guerra, características estas que, de resto, influenciam e condicionam toda a teoria d'êste capítulo da sciência de finanças, o seu montante fabuloso e a inadiabilidade da maior parte delas, e, além disto, não perder de vista o já enorme encargo que antes de rebentar o conflito pesa sobre os contribuintes das nações modernas, para nos convenceremos de que, nem mesmo à custa da completa desorganisação da vida economica do país, haveria a possibilidade de, exclusivamente com o produto dos impostos, solver todos os compromissos pecuniarios dos Estados motivados na guerra.

De resto hoje nem mesmo aqueles que, jèze à frente, pregam a mais estricta politica de impostos ousam negar a indispensabilidade dos empréstimos, simplesmente entendendo que «une politique d'emprunt a pour le pays des effets tellement mauvais qu'il est permis d'affirmer qu'il y va de l'intérêt national que l'emprunt ne soit pas le moyen financier prépondérant et que l'on n'y aie recours qu'à la dernière extrémité, par nécessité absolue».

Em 1915 êste mesmo autor reconhecia ainda por uma fórma mais expressa a impossibilidade absoluta de financiar uma guerra só com impostos. Dizia êle: «il est absolument impossible aujourd'hui d'appliquer la solution préconisée à certaines époques par de grands financiers, à savoir que l'impôt doit, à lui seul, couvrir immédiatement toutes les dépenses de guerre. Cette thèse, — que d'ailleurs on n'a jamais pu appliquer — peut se justifier à une époque d'expéditions, de conquêtes ou de guerres dy-

«nastiques; l'accroissement formidable et immédiat des impôts peut être un excellent frein contre l'esprit belliqueux, mais tel n'est pas le cas de la guerre actuelle. Il s'agit d'une guerre nationale, non pas provoquée mais imposée».

A questão perdeu portanto, como se vê, a sua primitiva rigidez. Já se não trata de saber se se devem satisfazer as despesas de guerra unicamente com o produto deste ou daquele meio de conseguir dinheiro, mas apenas de averiguar qual destes dois processos deve predominar e ainda sobre quem devem recair preferentemente os impostos, se é preferível só agravar a taxa dos existentes ou se cumpre criar novos encargos fiscais, etc.

O que nos importa resolver no presente momento para podermos prosseguir as nossas apagadas considerações é o problema fundamental da predominancia do imposto ou do empréstimo como meios de solver as despesas de guerra, visto as outras questões se encontrarem por completo fora da órbita do assunto que nos ocupa.

Em nossa opinião nem é de seguir o conselho extremista de Jèze nem tão pouco o parecer ultra conservador dos que negam a justiça do agravamento da pressão fiscal.

É que, de facto, todos os meios de angariar receitas teem em finanças de guerra uma missão particular, um fim próprio, uma função independente a desempenhar que é indispensável cumprem integralmente e para fóra dos quais importa não os empregar sem todos os cuidados e melindres.

O papel que os impostos devem desempenhar em finanças de guerra é o fornecimento das verbas necessárias para o serviço dos empréstimos, por fórma a que a dívida da nação não seja sobrecarregada com uma capitalisação de juros.

Se contudo sem perturbar a vida do país elles poderão fornecer somas mais avantajadas sem dúvida que nenhum estadista tem o direito de, por teóricas razões de partidatismo doutrinario e ainda menos por beneficiar em especial a classe mais rica, recusar a sua applicação.

Dissemos atrás, logo ao encetar o presente estudo, que a teoria das finanças de guerra não tinha uma rigidez absoluta mas que ao contrário olhava às condições psicológicas, sociais, políticas, economicas e financeiras, da colectividade.

Pois é ocasião de relembrarmos aquella asserção porque em nenhum outro capítulo ella é tão rigorosamente applicável como

no dos impostos. De facto, a Inglaterra poudo elevar de 80 % a percentagem do seu impôsto sôbre lucros de guerra e a câmara baixa dos Estados Unidos poudo votar a elevação do "income tax" a 62 %, taxa até aqui desconhecida, no dizer do grande Seligmann, na história do mundo civilizado, mas que o Senado modificou, baixando-a; mas já a França não conseguiu a realização de um tão formidavel esforço, e entre nós, por exemplo, êle seria completamente impossivel.

Resumindo portanto entendemos que o grande fornecedor de dinheiro tem de ser o empréstimo e que a missão própria dos impostos de guerra é, além de compensar a diminuição de receitas do Estado, fazer frente aos encargos acarretados pelas operações de crédito e só subsidiariamente angariar receitas para o dirécto custeio do conflito.

É que a pressão fiscal tem de ser a um tempo enérgica para produzir os desejados resultados e muito cautelosa para não hipotecar o necessário desenvolvimento do país após a cessação das hostilidades.

A Inglaterra, por exemplo, e dizemos isto sem entrar na discussão das suas medidas, deve em grande parte à política de Pitt a maravilhosa eclosão de actividade que, tendo a sua origem ainda em tempos de guerra, desabrochou exuberantemente após Waterloo, e a França realizou a sua espantosa reorganização e efectivou o seu admiravel resurgimento economico após 1870 graças também à fórmula como os seus homens de Estado recorreram ao lançamento ou agravamento de impostos.

O imposto vai em verdade buscar dinheiro não só onde êle existe mas às cegas, se pode dizer, onde êle abunda e onde êle escasseia, onde possa haver valores não líquidos e onde há dinheiro disponivel. É que, como diz Leroy Beaulieu, um bom sistema de impostos é tudo quanto há de mais difficil de estabelecer.

Bem conhecemos, de resto, as críticas que ao sistema atrás preconizado se teem oposto. Jêze, entre tantos, entende que a alta formidável dos preços, o agravamento dos câmbios e o consequente desfavor das classes pouco afortunadas são em grande parte, numa muito grande parte mesmo, devidas à política do recurso aos empréstimos para pagar as despesas de guerra.

Para depois da paz o empobrecimento do país, dificuldades do levantamento economico da nação e do saneamento das finan-

ças públicas e, ajuntando-se a todo êste quadro de negrura, prováveis perturbações políticas e sociais, tais são as perspectivas desenhadas, aliás brilhantemente, por aquele escritor como natural resultante da orientação dominante em França.

Sem entrarmos por agora, o que nos levaria por demais longe, na análise detalhada de todas estas opiniões seja-nos licito dizer no entanto que a alta dos preços e o agravamento dos câmbios tem muitos outros factores importantíssimos e nomeadamente o desmedido aumento da circulação fiduciaria, verdadeiro empréstimo forçado encapotado e que o recurso ao imposto como predominante meio de satisfazer as despesas de guerra, além de levantar a opinião pública contra a ideia de proseguir na luta logo que o seu peso fosse esmagador, o que breve aconteceria, argumento êste de ordem política que não é para desprezar, e de impedir o concurso de capitais estrangeiros, o que num periodo de câmbios avariados é um defeito importante, além de tudo, isto vai entrar, contrariamente à opinião de Jèze, o futuro desenvolvimento do país, vai desencorajar a produção durante e após as hostilidades e finalmente cria desigualdades tanto mais sentidas quanto mais violenta fôr a pressão fiscal. Depois da paz vem o desenvolvimento economico e então, naturalmente, pelo jôgo do sistema tributário o rendimento normal do país aumentará.

Dizer ainda que se vai lançar sobre as gerações futuras o peso do conflito é critica que me não parece procedente pois, e sem nos abalancharmos a averiguar a muito discutida duração de uma geração, isso depende do tempo pelo qual se contraíu o empréstimo.

É obvio que um empréstimo contraído mesmo a 20 ou 30 anos não pésa senão sôbre a geração presente.

Quanto ao empréstimo perpétuo — e mais tarde veremos qual das duas fórmulas é preferivel — é muito discutivel se o seu peso não agrava apenas a geração actual ou se, conforme à opinião vulgar, vai recaír sôbre os ombros das gerações futuras.

Em verdade, escritores de autoridade de Wagner, de Tangorra, de Loria, de Einaudi, de Montemartini, de Cabiati, de Vita de Marco, de Graziani, entre tantos outros, sustentam com Ricardo a opinião de que o encargo do empréstimo como a pressão do imposto é inteiramente sustentado pela geração contemporânea do seu lançamento.

É indiferente às gerações futuras, dizem, receber um herança

menor ou uma herança maior com um encargo correspondente ao rendimento da diferença.

É comtudo certo que a esta corrente outra se opõe seguida por Leroy Beaulieu, Stourm, Levasseur, Jéze, Griziotti, Flora, para só citar os de mais incontestavel renome, que com calor sustenta a tésede de que os empréstimos vão sobretudo pesar sobre as gerações vindouras.

O problema, aliás curiosissimo, é de complicada e difficil solução por forma que se impõe toda a prudencia antes de abertamente sôbre êle nos pronunciarmos. E com toda a lealdade dizemos que apezar do artigo, aliás brilhantissimo, de Griziotti no «Giornale degli Economisti» de 1917 duvidas ainda existem no nosso espirito.

Inclinamo-nos comtudo, francamente o declaramos, para esta ultima opinião, pois se atendermos já às varias classes de contribuintes, já — o que é mais importante — ao conjunto de cidadãos, e se não esquecermos o factor *tempo*, a resolução do problema parece pender neste sentido.

Mas mesmo assim não temos duvida em dizer que é perfeitamente justo o recurso ao empréstimo como principal meio de pagamento das despesas de guerra.

É que é equitativo que os vindouros tenham em encargos a contrapartida dos benefícios que recebem. A geração contemporânea da guerra sacrifica-se pagando pesados tributos, vendo a alta fabulosa dos preços emaranhar todos os aspectos da sua vida e dá ainda em holocausto o sangue da sua mocidade; bem é que uma parte do pêso financeiro da guerra sobrecarregue as forças contributivas dos que podem lucrar com os felizes resultados que se esperam sempre de uma triunfal vitória.

E então serão os empréstimos o meio de conseguir escalonar pelo tempo os encargos correspondentes às vantagens que, não se limitando à vida de uma geração, se dilatam e alastram pelo futuro de toda uma pátria, serão êles a forma de realizar a solidariedade não simplesmente entre contemporâneos mas ainda e também entre pais e filhos, entre avós e netos.

Negar finalmente a legitimidade do lançamento de um empréstimo para satisfazer despesas de guerra com o fundamento de que o seu fim é improductivo não nos parece também atitude de aplaudir. Em primeiro lugar, se o resultado, mesmo feliz, de uma guerra não é directamente reproductivo, a verdade é que o pode ser

indirectamente; e, neste caso, até em tempo de paz, o emprêgo do processo do empréstimo pode ser defensável. Mas, em segundo lugar, logo que constatemos a indispensabilidade do lançamento dos empréstimos para o custeio da luta, logo que vimos que sem o recurso dos empréstimos não era possível, por falta de dinheiro, alcançar a vitória, legitimámos o emprêgo deste meio porque o principal dever de um país em guerra, é vencer.

Não sofre portanto duvida que uma vez o país em luta é fatal o lançamento de empréstimos, e, depois do exposto, parece-nos ter demonstrado que realmente deve ser este o principal processo de satisfazer as despesas de guerra.

Comtudo, para documentar o que vimos dizendo, afigura-se-nos bem apresentar os seguintes numeros referentes a algumas guerras, que ao acaso tomámos para exemplo.

Durante a guerra da Crimeia o govêrno francês aumentou a sua divida de 2 biliões 201 milhões de francos e quando da guerra da Itália esse aumento foi de 519 milhões. Os empréstimos de guerra aumentaram a dívida deste país desde a primeira republica até 1901, de 15.800 milhões.

Mas vejamos os efeitos da actual guerra no aumento da dívida da França.

Em 31 de Dezembro de 1917 o capital da dívida consolidada francesa podia calcular-se, segundo o "Économiste Européen" de Fevereiro de 1918, em **56 biliões e meio**. Naquela data os Bons e Obligations de la Défense Nationale deviam orçar por **20 biliões**.

Em Julho de 1914 a dívida da França não subia a 23 biliões.

O Japão quási triplicou a sua dívida na guerra contra a Russia (de 561,5 milhões, passou para 1.872 milhões de yens) e a Russia pagou quási todas as suas despesas de guerra com o dinheiro obtido por meio de empréstimos.

Durante a guerra da Secessão os Estados Unidos recolheram por meio de empréstimos, **14 biliões de francos**.

Mas, se estes numeros não bastam direi que a dívida publica da Russia, que segundo o "Économiste Européen" de 14 de Dezembro de 1917, se cifrava em 1914 em 938.600 milhões de rublos estava em Setembro de 1917 em 23.907.800.

Segundo a "Allgemeine Zeitung" e a "Gazeta de Francfort" o aumento da dívida turca por causa da presente guerra era em Agosto de 1917 de 4.105 milhões.

A dívida de guerra da Bulgaria, segundo Rist, deve andar por 3 biliões, sendo a sua dívida total de perto de 5 biliões.

Ainda segundo Rist a dívida da guerra austro-hungara era em 31 de Dezembro de 1917 de **77 biliões e meio de corôas**. Ao rebentar a guerra a dívida era apenas de 20 biliões por forma que naquela data a dívida total da monarquia elevava-se a **97 biliões de corôas**.

Em 30 de Junho de 1917 a dívida total da Alemanha (Império e Estados federados) era de **128 biliões de francos**, contra 26 biliões antes da guerra.

Mas para desfazer quaisquer duvidas que ainda possa haver o melhor é dar os seguintes numeros referentes à Inglaterra, país que, bom é dizel-o, sempre tem recorrido grandemente ao imposto.

A dívida publica inglesa era :

Em 1775 (começo da guerra da Independencia Americana) de.....	<b>3.171</b> milhões de francos
Em 1784 (fim da dita guerra).....	<b>6.076</b> milhões de francos

O Estado foi depois amortizando a dívida por forma que

Em 1792 (começo da guerra contra a Republica Francesa) baixara para ..	<b>5.591</b> milhões de francos
Em 1815 (Waterloo) alçara-se para ..	<b>21.526</b> milhões de francos
Em 1854 (começo da guerra da Crimeia) a dívida baixára denovo para ..	<b>20.106</b> milhões de francos
Em 1857 (fim desta guerra) tinha passado para ..	<b>20.929</b> milhões de francos
Em 1899 (começo da guerra Sul-Africana) a dívida baixára a.....	<b>15.689</b> milhões de francos
Em 1903 (fim desta guerra) estava em ..	<b>19.400</b> milhões de francos

Finalmente devo dizer que no começo da guerra actual a dívida se tinha reduzido a 16.125 milhões de francos (645 milhões de Libras). Pois bem; apesar do formidavel esforço fiscal da Inglaterra, a dívida inglesa subia em 29 de Setembro de 1917 a perto de **5 biliões de Libras**, seja a soma assombrosa de **122.500 milhões de francos**. É certo que os estadistas ingleses pretendem deduzir deste numero os empréstimos feitos aos países aliados e aos *Dominions* e 66 milhões de Libras que pre-

tendem pôr à conta da Índia. Mas assim mesmo a dívida seria de 3.674 milhões de Libras, seja 91.850 milhões de francos.

Contudo se concordamos com a dedução das somas emprestadas aos aliados outro tanto não sucede com as cedidas aos *Dominions*, pois, ao contrário, julgamos que devemos juntar à dívida da Inglaterra a dívida das suas colónias, e algumas delas bastante tem recorrido ao crédito por causa da guerra (só a Austrália à sua parte tem emitido empréstimos no valor de 100 milhões de Libras), visto estarmos em frente de um estado unitário, *quoi qu'on dise*. Se, para calcularmos a dívida da Alemanha, estado federado, juntamos à dívida do Império a dos estados membros, nada mais justo que para calcularmos a dívida inglesa juntemos também à dívida da Grã-Bretanha e Irlanda a das suas colónias. Contudo a verdade é que os tratadistas de finanças de guerra longe de seguirem esta imparcial orientação distinguem nitidamente e separam com cautela o que, como vimos, é mister juntar, somar.

Não carecemos porém de enfileirar mais numeros para termos atingido o nosso desideratum que era, como atrás disseimos, documentar a afirmativa de que não existe guerra de certa importância em que os Estados não recorressem grandemente ao processo do empréstimo.

É que a frase de Flora «la guerra si fa con il credito degli Stati belligeranti non già colle imposte da essi applicata», embora temperada com o que atrás deixamos dito é hoje ainda, apesar de todos os ensinamentos que este conflito veio trazer às finanças de guerra, perfeitamente exacta.

## II

Á simples ameaça de rebentar uma guerra, e maiormente portanto, desde os primeiros instantes da luta, precisa o Estado de avultadas somas. Como as há-de conseguir? É de boa tactica financeira, emitir, logo ao começo da campanha, um grande empréstimo?

Cumpre, ao respondermos a estas perguntas, fazer uma distinção entre os países que a seu talante podéram escolher o momento de entrar numa luta já desencadeada e aquêles outros que foram para ela arrastados, seja pela inexorável determinação dos

acontecimentos, seja mesmo pela vontade dos seus governantes e até do seu povo, mas que não podéram êles próprios determinar o momento de se envolverem na contenda. No primeiro grupo estão por exemplo os Estados Unidos, o Japão, o Brasil, a Itália, a Romania e a Bulgaria; no segundo a Belgica, a Servia, a França, a Inglaterra, a Russia, e, até certo ponto, a Alemanha e a Austria.

É claro, que os do primeiro grupo, não têm inconveniente de maior em lançar um empréstimo na ocasião mesma em que o país se coloca ao lado de um dos contendores.

A perturbação que êste gesto causa, é, em verdade, regra geral, relativamente mínima, por isso mesmo que todos de há muito o esperavam já. Os governantes puderam estudar com todo o cuidado os meios de atenuar a crise que a sua política internacional pudesse provocar e os particulares tiveram longos meses para se preparárem para vencer as consequências dali resultantes. A atitude do país não é uma surpresa para ninguém, por forma que cada qual encarou com tempo a sua situação e procurou solucioná-la. A crise para êste grupo de países, desencadeou-se a maior parte das vezes antes, quando o conflito rebentou entre as outras nações. Então é que a sucessão a um tempo rápida e imprevista dos acontecimentos políticos arrastou consigo um cortejo de desgraças nacionais. Mas, êsse momento, por hipótese, passou já.

E assim, vêmos os Estados Unidos emitirem pouco tempo depois de se collocárem ao lado dos Aliados, um empréstimo de 2 bilhões de dollars, a que concorreram mais de 4 milhões de subscritores oferecendo 3.035.226.850 dollars.

Mas, se isto é perfeitamente exacto, como acabamos de constatar, para êste grupo de beligerantes, outro tanto não sucede com o segundo.

Pelo que respeita aos países fazendo parte dêste último grupo, é opinião unânimemente admitida, que o Estado só deve lançar um grande empréstimo, depois de passados os primeiros momentos de pânico.

Com efeito logo após a declaração das hostilidades, como que sopra um grande tufão de loucura colectiva e cada um, com um atabalhoamento febril, procura ter líquidos os seus haveres. Os depositantes retiram o dinheiro que têm nos bancos, nas caixas económicas, nas associações cooperativas, os credores exigem o pagamento dos seus créditos, cada qual procura realizar o que

possui lançando no mercado, ou empenhando matérias primas, produtos fabricados, valores mobiliários, tudo enfim, quanto é susceptível de se converter em dinheiro.

Todos querem, por uma suposta prudência de economia doméstica, constituir, o que os financeiros alemães chamam *Angstre-seven*, e tratam portanto de guardar o ouro, de engavetar até a moeda de papel.

É o fenómeno do entesouramento, que Rist espirituosamente diz ser «la reaction instinctive et irraisonnée de civilisés qui, brusquement, perdent la foi dans la civilisation, d'hommes sociaux qui, brusquement, cessent de croire au fonctionnement du mécanisme social».

A êste desejo vêm-se juntar a necessidade dos devedores *tracassés* pelos seus credores de realizar também os seus valores e a precisão de instrumentos de crédito verdadeiramente sentida por certos industriais.

Afluem assim à bolsa de todos os lados, no mesmo dia, na mesma hora, milhares e milhares de ordens para realizar operações em identico sentido e portanto pelo engorgitamento da oferta e pela cessação da procura, dá-se a queda muitas vezes enorme da cotação dos títulos.

Temos então o que Neymarck e Evesque chamam *tempêtes de bourse*, que neste momento assumem uma terrivel acuidade, alargando-se aos bancos de depósito e a toda a vida comercial e financeira do país.

«Les professionnels du marché, spéculateurs, capitalistes, porteurs de titres, se rappelleront longtemps, diz Evesque, celles (les tempêtes de bourse) des 1, 9, 10 e 12 octobre 1912, provoquées par le mobilisation balkanique contre la Turquie. Les ordres de vente affluaient de tous cotés sur le marché de Paris; les cours s'effondraient sur toutes les valeurs sans qu'une demande de quelque importance pût absorber les offres. Et il en était de même sur toutes les places de l'Europe.

Realmente nestes poucos dias:

o 3 <sup>0</sup> / <sub>0</sub>	russo de 1891 baixou.....	9 <sup>f</sup> ,75
4 <sup>0</sup> / <sub>0</sub>	servio de 1895 " .....	19 <sup>f</sup> ,25
4 <sup>0</sup> / <sub>0</sub>	turco " .....	11 <sup>f</sup> ,50
4 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> 0 <sup>0</sup> / <sub>0</sub>	bulgaro " .....	47 <sup>f</sup>
4 <sup>0</sup> / <sub>0</sub>	hungaro " .....	2 <sup>f</sup>

4 <sup>0</sup> / <sub>0</sub>	austriaco	baixou.....	2 <sup>f</sup>
4 <sup>1</sup> / <sub>0</sub>	romaico	" .....	5 <sup>f</sup>
3 <sup>0</sup> / <sub>0</sub>	alemão e prussiano	baixou.....	2 <sup>f</sup>
3 <sup>0</sup> / <sub>0</sub>	francês	baixou.....	2 <sup>f</sup> ,40

Mas, não foram só os títulos dos Estados que então sofreram uma baixa. As companhias e os Bancos também viram os seus fundos comprometidos no movimento geral.

O Banco de Paris e dos Países Baixos,	baixou. .	165 fr.
O Banco da Algeria .....		860 "
A Companhia Algeriana .....		150 "
O Credit Lyonnais .....		103 "
O Banco da União Parisiense.....		220 "
O Banco Russo Asiatico.....		120 "
A União de Moscow .....		145 "
O Banco Otomano .....		64 "
O Rio Tinto .....		360 "
O Naphte Barkor.....		365 "
O Gosnowice .....		400 "
O Donets .....		285 "
O Briansk .....		530 "
O Nokta-el-Hadid .....		530 "

Nos primeiros momentos da presente guerra aconteceu precisamente o mesmo.

Em Inglaterra o pânico foi medonho.

«Nos primeiros dias do mês de agosto, diz Jennigs, teve-se a ameaça de um dos mais negros panicos que jámais conheceu a *city*. Como o raio desprendendo-se do ceu azul, uma enorme massa de títulos caiu sobre o Stock Exchange: houve uma paralisia de credito, uma penuria de ouro e uma crise monetária que, se não fossem atacadas com uma grande decisão e energia teriam feito parar todas as transacções comerciais sem esperanças de se sair deste inestrincavel embaraço. Teve de se fechar o Stock Exchange *sine die* a fim de impedir uma nova queda das cotações; os bancos de depositos recuzaram absolutamente pagar em ouro ou só davam ouro em quantidades pequenissimas; as pessoas que mais sangue frio e reflexão deviam ter precipitaram-se na Threadneedle Street e fizeram bicha à porta do Banco esperando pa-

cientemente que trocassem as suas notas por soberanos, ignorando sem duvida que faziam tudo quanto podiam para aumentar o pânico. Como se supoz que as remessas de víveres do estrangeiro iam faltar durante alguns dias a multidão precipitou-se sobre os armazens, indo até pagar preços de fome. Em muitos sítios recusava-se o credito. Comerciantes em grosso e em retalho prevenendo uma consideravel baixa nas suas receitas tornavam a situação ainda mais aguda reduzindo notavelmente o salário do seu pessoal e mesmo, algumas vezes, despedindo todos os empregados”.

Em França basta dizer que a carteira comercial do Banco de França passou de 1.583 milhões em que estava no dia 27 de julho para 2.444 em 30 de julho, subindo no dia seguinte para 2.890, estando em 3 biliões e 41 milhões em 1 de agosto e atingindo em 4 de agosto 4 biliões; a taxa do desconto de  $3\frac{1}{2}\%$  em janeiro de 1914 passou a  $4\frac{1}{2}\%$  em 10 de julho e no dia 1 de agosto subiu para  $6\%$ . Nesta ultima data, segundo Lachapelle, o Banco de Inglaterra elevou a sua tarifa a  $10\%$ . Como não podia deixar de ser a cotação dos vários títulos ressentiu-se igualmente.

Basta lançar a vista para este quadro referente à Bolsa de Paris:

	30 Junho 1914	28 Julho 1914	Diferença
3 % francês . . . . .	83.05	78	<b>5.05</b>
Espanhol externo . . . . .	88.65	85.28	<b>3.37</b>
Italiano . . . . .	96.60	93.50	<b>3.10</b>
4 % turco . . . . .	80.75	78	<b>2.75</b>
4 % servio . . . . .	80.50	71	<b>9.50</b>
4 % russo . . . . .	88.25	82.50	<b>5.75</b>
Banco de França . . . . .	4575	4549	<b>26</b>
Crédit Foncier . . . . .	890	854	<b>26</b>
Banque de Paris . . . . .	1510	1225	<b>285</b>
Credit Lyonnais . . . . .	1590	1432	<b>158</b>
Société générale . . . . .	776	680	<b>96</b>
Comptoir d'Escompte . . . . .	1030	942	<b>88</b>
Credit Mobilier . . . . .	518	440	<b>78</b>
Banque Russo — asiatique . . . . .	650	612	<b>38</b>
Canal de Suez . . . . .	4980	4500	<b>480</b>
Rio tinto . . . . .	1700	1604	<b>96</b>
Boleo . . . . .	665	622	<b>43</b>
Penarroya . . . . .	1415	1300	<b>115</b>

Esta crise foi geral, affectou todos os mercados. De facto as principais bolsas do mundo foram sucessivamente encerrando as suas portas.

Viana fecha a 27 de julho; neste mesmo dia fecha a *coulisse* a termo em Paris e a 31 a *coulisse au comptant*; Bruxelles, Amsterdam, S. Petersburgo encerram as suas portas a 30 e o Stock Exchange de Londres imita o movimento geral; finalmente New-York segue o exemplo destas praças. A França decreta a moratória; a Inglaterra, apesar da sua situação excepcional, é obrigada a fazer outro tanto e a Alemanha institui as suas Darlehenkassen o que evitou a moratória obrigatória, e dizemos obrigatória porque neste país houve uma verdadeira moratória facultativa.

Não nos cumpre — por estranho ao assunto que neste momento nos interessa — averiguar quais os meios empregados nos vários países para dominar a crise. Apenas quizemos apontar estes factos para deles tirarmos a ilação da impossibilidade de uma grande operação de crédito logo apoz o rompimento das hostilidades. De facto, neste momento todos querem vender, ninguem deseja comprar. É preciso deixar passar a onda do medo colectivo para se poder tentar em seguida a emissão de um grande empréstimo.

Realmente a confiança vem depois, quando as pulsações da vida económica, um momento assistolicas, retomam uma cadencia menos aritmica.

É que as medidas governamentais surtem o seu efeito, a nação vai-se habituando à guerra e as operações perdem muito do seu primeiro morbido nervosismo.

É o momento então de recorrer ao crédito.

Mas convêm abalançar-se desde logo a uma grande operação? Julgamos que não. Em verdade sendo as condições do mercado ainda incompletamente conhecidas do ministro avolumam-se probabilidades de se oferecerem títulos que venham a ter pouca aceitação o que comprometeria gravemente o crédito publico. Além disto os capitais procuram não uma colocação definitiva, mas ainda, apenas, uma colocação temporária, donde uma repulsa pelas grandes operações.

O que ha portanto a fazer é arranjar por meio de bilhetes de tesouro as somas de que o Estado carece. Os capitais desejosos de um emprêgo temporário cobrem fácilmente os empréstimos a muito curto praso lançados nesta ocasião e por outro lado o Estado não se vê assim coagido a sujeitar-se durante dilatado tempo

às condições do mercado que, pelas circunstâncias do momento, podem ser extranhamente onerosas.

E em vez de ir o próprio Estado, lançando a intervalos mais ou menos espaçados, títulos de dívida flutuante pode, com vantagem, emitil-os continuamente por forma a que toda a pessoa desejosa de aí empregar o seu dinheiro tenha em qualquer momento a possibilidade de o fazer.

Assim o montante da dívida flutuante vai aumentando até que, ou pára na sua ascensão, o que significa não haver mais títulos dispostos a uma colocação temporária, ou atinge uma cifra por tal forma elevada que se julga perigosa a existência de um tão grande quantitativo exigível de um momento para o outro. É de crer que então o montante da circulação fiduciária esteja também causando alarme e que os depositos dos bancos mostrem a existência de grandes disponibilidades.

Estes sinais juntos, ou mesmo só alguns deles indicam que é chegado o momento de emitir um grande empréstimo<sup>1</sup>.

Este empréstimo consolida a dívida flutuante<sup>2</sup>, pelo reembolso que o Estado fez ao banco emissor obriga igualmente a descer a cifra representativa do valor das notas em circulação e finalmente, visto angariar dinheiro novo, tem por resultado fazer baixar os depósitos bancários.

<sup>1</sup> Mas como saber os característicos que deve ter este empréstimo? Defendendo nós, como adiante se verá, a emissão directa ao publico indispensavel é um instrumento de sondagem da situação do mercado para averiguar qual o tipo de renda que mais facilmente êle aceita. Esse instrumento é a dívida flutuante, é a dívida a muito curto praso, cujo juro e mais condições facilmente modificáveis permitem, pela forma como são aceites, entrever as exigências do mercado. E assim, rápidamente embora e quasi sem darmos por isso, vimos de assinalar a triplice função da dívida a curto praso: permitir ao Estado esperar pelo momento de realisar grandes operações de crédito, indicar ao ministro das finanças a ocasião, o momento, de recorrer aos empréstimos a longo praso e sondar o mercado pelo que respeita às suas necessidades e exigências.

<sup>2</sup> Para provar que assim é julgamos bastantes os seguintes numeros: No terceiro empréstimo inglês a subscrição em dinheiro rendeu 24.718 e a conversão do 4 1/2 % e dos bens de Exchiquier 28.313; o primeiro empréstimo francês rendeu 15.130 milhões de capital nominal. Pois só 6 biliões entraram nos cofres publicos em dinheiro, sendo a diferença representada pelos Bons e Obligations de la défense nationale e pelas rendas de 3 e 3 1/2 %. O segundo empréstimo francês rendeu 11.360 milhões capital nominal. Pois o dinheiro fresco entrado realmente foi apenas 5.500, menos, como se vê, que no primeiro empréstimo. Julgamos estes exemplos suficientes para documentar aquella afirmativa.

Mas logo de novo recomeça o movimento ascencional destes três elementos até que o ministro das finanças outra vez reconheça, pelas características atrás indicadas, a necessidade de um grande empréstimo.

Como muito bem diz Jèze esta maneira de proceder que a princípio parecia cheia de perigos, sobretudo para os empréstimos a um ano, tornou-se absolutamente necessária.

Tem sido esta a política seguida durante a guerra actual pela Inglaterra e pela França.

Basta darmos um exemplo para não tornarmos este artigo demasiado pesado de números. Trata-se do último grande empréstimo francês, de 1917. Vejamos como realmente os três elementos atrás indicados denunciavam a conveniencia de lançar um grande empréstimo.

Em 30 de junho de 1914 os depósitos à vista nos 4 grandes bancos de Paris <sup>1</sup> somavam milhões de francos . . . . .	<b>5.455</b>
Em 31 de dezembro de 1915. . . . .	<b>3.595</b>
Em 31 de dezembro de 1916. . . . .	<b>4.236</b>
Em 30 de julho de 1917 . . . . .	<b>5.257</b>
Em 2 de novembro de 1917 . . . . .	<b>5.700</b>
Em 30 de junho de 1914 a circulação fiduciaria era de . . . . .	<b>6.051</b>
Em 2 de novembro de 1917. . . . .	<b>22.018</b>

Em 31 de julho de 1917 havia 19.619 milhões de "bons de la defense nationale", 522 de "obligations" a 10 anos e 182 de "obligations" a 5 anos.

Por estes números se vê que realmente todos os sintomas (elevado montante de circulação fiduciaria, da dívida flutuante e dos depósitos à vista) se conjugavam para indicar como necessário um empréstimo a longo prazo.

São do seu "exposé de motifs" as seguintes palavras por onde se pode ver como em verdade foi este o critério orientador dos governantes da França no que respeita ao momento de emitir o empréstimo:

"Les ressources de tresorerie qui ont, depuis un an, subvenu

<sup>1</sup> Comptoir d'escompte, Société Générale, Credit Industriel, Credit Lyonnais.

«pour une si grande partie, aux charges de la France en guerre  
«témoignent par leur afflux constant du credit de la nation. Les  
«chiffres toujours croissants qu'elles ont pu atteindre montrent  
«aussi que l'émission d'un emprunt de consolidation ne doit pas  
«être plus longtemps différée. L'opportunité de cette opération  
«nous et au surplus démontrée par l'abondance des disponibilités  
«générales, qu'attestent le chiffre des dépôts de banque.»

Ainda dentro do problema do momento em que se devem emitir os empréstimos existe outra interrogação a que cumpre dar resposta: devem-se emitir grandes empréstimos com intervalos de tempo relativamente curtos e eguais ou pelo contrário convem distanciar o mais possível a data das emissões?

O primeiro sistema é o seguido pelos Centrais. A Alemanha todas as primaveras e todos os outonos tem lançado empréstimos de consolidação e outro tanto tem feito a Austria, ao passo que a França e a Inglaterra apenas três vezes ainda recorreram ao crédito a longo prazo.

Qualquer dos sistemas apontados tem vantagens mas igualmente apresenta inconvenientes. De facto pode-se dizer que a política dos impérios centrais gasta o crédito público, fatiga a confiança dos capitalistas, pelo repetido apêlo que a ela se fez.

Contudo a verdade é que a Alemanha não se tem visto forçada a sucessivamente ir alargando muito as vantagens concedidas aos prestamistas, como mais adiante se verá. E por outro lado este sistema tem a vantagem de não deixar subir a quantias alarmantes a cifra da dívida flutuante e da circulação fiduciaria. Além disto os capitalistas ficam sciêntes de que, invariavelmente, todos os semestres se realiza uma grande operação de crédito e podem assim preparar as suas economias para subscreverem no empréstimo.

Por seu turno o sistema francês e inglês tem o inconveniente de confiar abertamente no patriotismo dos mutuantes. Em verdade parte-se do princípio de que embora haja uma má nova militar os portadores de títulos da dívida flutuante não reclamariam o reembolso do seu capital.

Apresenta porem, como era de esperar, a vantagem de dar o máximo de elasticidade à dívida flutuante, o que em tempo de guerra é muito de apreciar, e, sobretudo num país em que se recorre largamente ao impôsto para pagamento das despesas de

guerra, como na Inglaterra, dá a impressão de que o Estado não está em absoluto dependente dos capitalistas.

O empréstimo a longo prazo desloca numa certa medida as combinações financeiras e portanto quanto mais espaçadamente se recorrer a êle melhor. Alem disto emquanto a dívida flutuante exige um esforço contínuo o grande empréstimo requiere antes um esforço violento, espasmodico, o que também depõe a favor do sistêma dos Aliados. Finalmente êste sistêma permite escolher com mais cuidado a oportunidade mais favoravel para a emissão do empréstimo, o momento em que a vitória mais parece sorrir às tropas amigas, o que, dado o delicado mecânismo do crédito, é também vantagem de atender. Este último conveniente porem, importa assinalal-o, supõe que se não adiou, como a França fez para o empréstimo de 1917, até ao ultimo momento a realização da operação.

Podemos portanto sintetizar as nossas considerações dizendo que o momento azado para se recorrer ao credito não é por fórmula alguma, para os países que não escolhem o momento de se envolver na guerra o que se segue à declaração das hostilidades.

Mais tarde deve-se começar por empréstimos a curto prazo, o momento do lançamento dos grandes empréstimos só vindo mais tarde, denunciado por características claras e inconfundiveis.

### III

Mas, decidido emfim um empréstimo a longo prazo, a primeira pergunta que há a fazer é esta: Quanto se deve pedir, qual deve ser o montante do empréstimo?

A resolução desta pergunta, tem uma importância primária como é facil de vêr.

Três respostas se lhe podem dar: ou o ministro determina êle próprio o quantum do empréstimo, ou pelo contrario, deixa êsse trabalho aos capitalistas e aceita todas as quantias que lhe quizerem mutuar, ou ainda fixa um montante, mas aceita uma percentagem, do que lhe oferecerem além da quantia por êle prefixada.

Vejâmos a primeira solução. Foi a adoptada pela Inglaterra para o seu primeiro empréstimo de guerra, de 350 milhões £ e pela França para o seu empréstimo de 1917, de 10 biliões fr.

A fixação do montante é muito difficil, por isso que tem de se

atender aos capitais disponíveis existentes no mercado, ás necessidades da indústria e do tesouro, etc. Assim se explica que a Inglaterra então hesitasse entre 350 milhões e somente 230 milhões £, tendo-se decidido pelo montante mais elevado por isso que a resolução contrária traria perturbações à sua divida flutuante.

Importa, além do mais, e sobretudo, evitar pedir uma quantia demasiado elevada por forma que o empréstimo não seja coberto, o que seria um cheque formidável no crédito do país<sup>1</sup>; mas, importa também que, para não cair neste perigo, se não peça um montante demasiado baixo, que além de não bastar às necessidades do tesouro, dispensaria capitais de que o Estado em absoluto carece.

Como pareceu que este sistema era de rejeitar, chegou-se naturalmente à segunda conclusão, que corta todas as dificuldades. Quem marca o montante do empréstimo, são os próprios capitalistas.

Não há assim a temer os perigos apontados para a solução atrás exposta. Resta, porém, saber se outros inconvenientes não surgem.

A primeira desvantagem, e já esta grave, da indeterminação do montante dos empréstimos é patentear por uma forma por demais evidente a confiança que um Estado inspira aos capitalistas. Não há dúvida que os empréstimos com o montante de antemão fixado, também deixam entrever a situação do país e o juízo que dêle formam os detentores de capital; mas, é muito mais frizante por aquêl processo um movimento de receio.

Em verdade, se o montante dos empréstimos vai sucessivamente baixando de uma forma considerável, é de crêr, que não seja boa a opinião formada ácerca da situação do país. É, em todo o caso mister ter sempre em vista as vantagens concedidas aos prestamistas, uma vês que se elas fossem menores que nas antecedentes operações não seria de estranhar a diminuição das ofertas de capital.

Na guerra actual, já tem havido empréstimos de montante ilimitado, cujo rendimento tivesse sido inferior a outros anteriores.

Assim, o terceiro empréstimo alemão rendeu 12.101 milhões

<sup>1</sup> O primeiro empréstimo italiano de 1 bilião de liras, por exemplo, só muito difficilmente foi coberto, dado o desinteresse das classes ricas.

de marcos, ao passo que o quarto só rendeu 10.699. É, porém, certo que o produto do sexto empréstimo se elevou a 12.770 milhões, montante portanto maior que o do terceiro, e que o sétimo empréstimo rendeu também à volta de 12 biliões e meio de marcos.

Em França, o segundo empréstimo produz menos que o primeiro, pois êste rendeu 15.130 milhões de francos, ao passo que aquêle ficou em 11.360. As nossas conclusões têm, porém, de ser formuladas com a lembrança que no primeiro dêstes empréstimos, era admitida à conversão, contrariamente ao que acontecia no segundo, renda de 3,5 0/0. Em todo o caso, a renda de 3,5 0/0 só produziu 1.330 milhões.

Mas, não é êste o único inconveniente dos empréstimos ilimitados. Temos também a vêr a perturbação que o retiro mais ou menos súbito de uma grande quantidade de capitais pode causar no mercado.

Contudo convem desde já formular duas atenuantes a esta desvantagem: a primeira é que o Estado não retira de uma forma subita o dinheiro, mas antes escalona pelo tempo o pagamento das subscrições; a segunda é que o Estado ao mesmo tempo que recebe o dinheiro vai-o gastando, restituindo-o portanto de novo á circulação.

É ainda de dizer que em desabono desta forma de empréstimos existe o facto de se poder ir comprometer as economias futuras. Em verdade cada subscriptor poderá pedir titulos no valor das suas economias já realizadas e ainda no daquelas que espera realizar, por forma que uma parte das subscrições não tem nenhum valor presente, sendo apenas simples esperanças. Está-se a vêr as desastrosas consequencias que este facto, generalizado, pode acarretar. Se o Estado limitã o empréstimo de harmonia com as disponibilidades existentes naquele momento já não é de temer que se verifique aquele perigo pois realmente todas as somas que ultrapassem o limite fixado não serão aceites.

Não se julgue porém que só desvantagens apresenta esta forma de empréstimos. Grandes vantagens tem tambem o sistema da ilimitação. A mais visivel é livrar o ministro de embaraços quanto á determinação sempre difficil de estabelecer, do montante do empréstimo.

Evitam-se assim a este funcionario graves complicações, e ao

credito do Estado o enorme risco de não ser coberta a soma pedida. Além disto tudo, consegue-se por esta forma pôr de banda as subscrições ficticias e a especulação. Todos sabem que as somas que oferecem são realmente aceites o que não succede quando o montante do empréstimo é determinado.

Neste ultimo caso, de facto, acontece quase sempre que com receio de não obterem a quantidade de titulos que desejam os capitalistas aumentam as suas subscrições, prevendo já uma futura redução, o que tem varios inconvenientes, entre eles o de afastar os pequenos capitais.

Com a indeterminação do montante do empréstimo desaparece tambem a especulação pois não ha facilidade de reter titulos em carteira para mais tarde os revender com lucro.

Opinamos portanto que, ao lado de incontestaveis desvantagens, convenientes tambem, e grandes, tem a ilimitação da soma pedida.

O Estado precisa de dinheiro, de muito dinheiro, de dinheiro em quantidade ilimitada. Por que motivo, portanto, limitar o que não tem da sua natureza limitação conhecida? Quanto mais dinheiro vier, melhor.

O ultimo sistema, o que pretende harmonizar o principio da ilimitação com o da limitação é que a nosso ver não oferece vantagens de maior.

A generalidade dos emprestimos dos aliados e dos centrais tem sido ilimitados.

Os emprestimos ingleses, excepto o primeiro, assim como os da Alemanha, tem sido ilimitados; os estadistas franceses seguiram as pisadas destes paises, excepto em 1917 e os italianos, excepto no primeiro, tambem emitiram empréstimos ilimitados.

A ultima formula é a adoptada pelos Estados-Unidos.

#### IV

Formuladas e resolvidas as perguntas atrás insertas uma nova interrogação surge naturalmente a que urge dar resposta: mas por quanto tempo se deve o Estado declarar devedor, por quanto tempo deve pedir emprestado?

A resolução deste problema tem uma primaria importancia e cumpre assim encará-lo serena e ponderadamente.

Não tratamos agora dos empréstimos a curto prazo cuja missão aliás acima deixamos assinalada, já porque, e isto é de salientar, a divisão entre a dívida fluctuante e os empréstimos a longo prazo perdeu muito da sua antiga rigidez com as combinações financeiras nascidas das necessidades ocasionadas pela actual conflagração, tendo-se pouco a pouco esbatido a antiga e nitida divisória, que se tornou assim numa fronteira dia a dia mais vaga e difícil de precisar, já também porque raras são as guerras de certa importância mantidas apenas com bilhetes do tesouro. De facto, se exceptuarmos a guerra Italo-Turca, em que a Italia se serviu sucessivamente do seu tesouro de guerra, do alargamento da circulação fiduciaria e da emissão de 490 milhões de liras de bilhetes de tesouro a 4 %<sub>o</sub>, e de Portugal durante a guerra actual, país em que, ao que parece, ainda não foi efectivada nenhuma grande operação de credito, pôde-se dizer que a dívida fluctuante é apenas o antecedente dos grandes empréstimos.

É portanto quanto a estes que se refere a presente questão: Deve o Estado comprometer-se a reembolsar o capital da dívida num prazo pre-determinado ou não? Por outras palavras, convém emitir titulos da dívida consolidada propriamente dita ou pelo contrario deve optar por titulos da dívida amortizavel? E, no primeiro caso, é preferivel o tipo de renda remivel ou o não remivel? E no segundo caso qual das modalidades escolher?

A resolução destes problemas presupõe em grande parte resolvida est'outra magna questão: é só a geração presente que deve suportar os encargos de luta ou à geração futura também cabe uma parte deles? É obvio que se chegarmos à conclusão que o peso da guerra deve sobrecarregar só os seus contemporaneos o tipo mais de preconizar é o amortizavel a curto prazo, 20, 30, o mais 35 anos, pois se se lança mão do consolidado é facil prever que faltará o arrojo financeiro para, custe o que custar, extinguir a dívida no breve espaço de tempo que é a vida de uma geração, e assim os descendentes dos actuais guerreiros muito provavelmente herdarão, junto com as gloriosas tradições dos seus maiores, os encargos das dividas contraídas para realizar tão custosa empresa.

Já atrás deixamos assinalado o nosso modo de pensar sobre este assunto.

Que os vindouros mais ricos que as anteriores gerações

não recebam só os benefícios dos heroicos feitos de seus bravos avós, mas ajudem também a suportar os encargos que eles acarretam.

E assim somos levados a dizer que os empréstimos de guerra devem ser na sua grande maioria perpetuos.

Sob o ponto de vista estritamente tecnico julgamos também perigoso financiar uma guerra só com empréstimos amortisaveis em limitado numero de anos.

O depauperamento causado pela luta é sempre enorme e bem possível é que o Estado não possa efectuar o reembolso na época determinada, ou por ter mal calculado as suas forças ou por ter sobrevivido uma crise justamente nesse momento ou por outro qualquer motivo; e se isto acontecer facil é avaliar como fica abalado o crédito publico, de que o país tanto carece para prosseguir o seu levantamento económico e financeiro.

Mas dir-se-ha: o Estado se não tiver dinheiro para pagar naquela época contrai um empréstimo e dest'arte se evita o não cumprimento do contrato celebrado em tempo de guerra.

Mas fácil de derruir é este argumento. Em primeiro lugar desapareceria com semelhante proceder a vantagem primária da dívida amortisavel que é forçar a geração presente a solver os encargos que ela própria tivesse tomado. Colocando-nos num terreno exclusivamente financeiro também não temos duvida em opinar que aquela objecção não consegue pôr a dívida amortisavel a cobro das críticas atrás feitas. Em verdade ou as condições do novo empréstimo são idênticas às daquele que se vai pagar, ou são peiores ou são melhores.

Nos dois primeiros casos somos em dizer que mais valia ter logo contraído um empréstimo perpétuo, remível é claro. Na terceira hipótese, que não deve ser muito provavel, lembraremos que o Estado tem sempre o recurso de proceder a uma conversão, neste caso evidentemente aceite pela quasi unanimidade dos possuidores dos títulos.

Para evitar estas críticas preconisou-se então a solução de contraír empréstimos a pagar entre duas épocas mais ou menos próximas, por exemplo, 15-20 anos, 30-40 anos, etc. Mas esta solução também não é de aceitar porque, em verdade, o que é de crêr aconteça é que o Estado, adiando dificuldades, se reserve para pagar só no fim do periodo e estamos caídos na primeira modalidade do amortisavel em época fixa. Além disto é de te-

mer que sobrevenha uma crise que durante 4 ou 5 anos enormemente dificulte o pagamento.

As outras formas de empréstimos temporários, rendas vitalícias, anuidades terminais, não rendem as somas formidáveis que é necessário um empréstimo de guerra angariar.

Diremos finalmente que os empréstimos a reembolsar num período determinado, em qualquer das duas modalidades apontadas e as obrigações amortizáveis por sorteio se justificam cabalmente quando o dinheiro tiver uma aplicação reprodutiva mas já se não entendem quando o destino foi um fim só indirectamente reprodutivo.

De facto quando se pode calcular com todas as probabilidades de acertar o plano de amortização com os próprios rendimentos da empresa a que o produto do empréstimo foi votado bem está que se fixe a data em que o Estado tem de pagar o dinheiro pedido aos capitalistas.

Mas quando o fim do empréstimo é a guerra, um semelhante procedimento é, ao menos, perigoso.

Entendemos por conseguinte que os empréstimos de guerra devem ser predominantemente de consolidado remível.

Com efeito o dilema põe-se com toda a nitidez: ou o Estado pode sem esforço de maior pagar com a indemnização de guerra, por exemplo, ou por outro qualquer meio, os empréstimos contraídos por causa da luta e neste caso mais facilmente os pagará sendo perpetuos que sendo remíveis em época de ha muito fixada, ou o Estado luta com graves dificuldades para cumprir com a obrigação que contraíu de num dado momento reembolsar o capital (porque não saíu vitorioso ou porque a vitória não foi tão decisiva quanto elle esperava ou por outra qualquer razão) e neste caso melhor fôra ter renunciado a este tipo de divida.

Comtudo, não o ignoramos, vários países actualmente em guerra, não teem seguido esta opinião. Cremos porém que não é de aplaudir o seu procedimento.

## V

Decidido o montante do empréstimo, isto é, depois de ter deliberado se o empréstimo hade ser de quantitativo previamente limitado ou não, e no primeiro caso qual a cifra a pedir, e visto

quando o Estado deve pagar o dinheiro pedido, a pergunta que logicamente se impõe é esta: A quem se ha de pedir emprestado? Aos capitalistas nacionais ou aos estrangeiros?

É a questão dos empréstimos externos ou internos.

Em nossa modesta opinião os grandes empréstimos devem ser emitidos no território do Estado, embora no estrangeiro se faça uma sábia propaganda que tenha em mira mostrar as vantagens que advem da participação no empréstimo, tendo os empréstimos externos propriamente ditos em finanças de guerra uma missão subsidiária e secundária.

Muito sinteticamente relembremos para apoiar o nosso modo de ver os inconvenientes que se podem apontar aos empréstimos externos como principal recurso de obter dinheiro para a guerra.

Logo de início se põe o problema de saber se não implica uma quebra de neutralidade o consentimento dado a um beligerante para contrair um empréstimo num país extranho à luta.

A questão é muito mais de direito internacional que de finanças. Em todo o caso eu devo dizer que, demonstrado como está a impossibilidade de impedir que os capitalistas de qualquer país subscrevam aos empréstimos de outra nação, o máximo que o Estado deve fazer é não admitir na cotação oficial os títulos da operação de que se trata.

É contudo curioso ver que o governo suíço contrariou uma tentativa germanica feita em fins de 1915 para a emissão de um empréstimo na republica, belvetica, empréstimo este que se destinava a melhorar o câmbio que então estava muito desfavoravel à Alemanha, e justificou esta sua atitude com os deveres impostos pela sua situação do país neutro.

Mas mais curioso ainda, dada a posterior atitude da grande republica americana, é ver que Bryan emitiu logo no principio da guerra um parecer desfavoravel a um empréstimo francês nos Estados Unidos porque «des prêts consentis par les banquiers américains à l'une des nations belligérantes serait en contradiction avec le véritable esprit de neutralité». Só mais tarde, temendo os perigos de uma plethora de oiro os Estados Unidos consentiram que os seus banqueiros emprestassem dinheiro aos beligerantes. Sob pena de estancar uma enorme fonte de riqueza era preciso auxiliar os Aliados.

Mas posta mesmo de banda esta dificuldade não é de aplaudir a prática de custear a guerra sobretudo com empréstimos externos.

Em primeiro lugar cumpre vêr a dependencia em que o Estado fica em face dos outros países, dependencia esta tanto mais notavel quanto é certo que em geral os capitalistas estrangeiros não aceitam empréstimos perpetuos ou a muito longo prazo.

O Estado perde portanto até certo ponto muito da sua liberdade de acção diplomática, o que em tempos de guerra é particularmente grave.

Em segundo lugar importa vêr que o juro vai beneficiar estrangeiros, vivendo a maior parte das vezes fóra do país, o que tem consequências económicas e financeiras notaveis.

É certo que com o tempo se verifica o fenómeno da nacionalização da dívida; mas durante a guerra é pouco provavel que êle se dê por fórma que é exactamente quando mais conviria que as somas retiradas ao rendimento ou mesmo ao capital nacional por meio do impôsto ficassem em mãos de nacionais, que se torna necessário pagar os juros aos capitais estrangeiros.

Finalmente é de dizer que o Estado tem tóda a probabilidade de encontrar no seu próprio país dinheiro em maior quantidade e mais barato que fora das suas fronteiras.

É contudo certo que o empréstimo externo tem a dupla vantagem de não aumentar a perturbação economica porventura existente e de evitar que o Estado vá fazer concorrência no mercado dos capitais ao comércio e à indústria nacionais. É por isto que se o Estado necessita de contrair um empréstimo de liquidação ou de recorrer ao crédito logo nos primeiros momentos após a declaração das hostilidades pode ter até vantagem em ir ao estrangeiro realizar aquela operação.

O papel dos empréstimos externos em finanças de guerra é porem geralmente outro.

Ha realmente, alem dos que vimos de apontar, sobretudo dois casos em que é preconisado o recurso ao empréstimo externo.

Verificam-se êsses casos ou quando o Estado tenha grandes pagamentos a realizar num dado país, porque então não lhe convirá enviar uma grande partida de ouro, isso desfalcando o seu "stock" metálico, ou quando os seus câmbios estejam fortemente avariados.

É de dizer que a maior parte das vezes os câmbios estão desfavoravelmente desequilibrados exactamente em virtude das grandes compras feitas no estrangeiro, e assim se combinam e confundem aquelas duas hipóteses.

Curioso se nos afigura dizer neste momento que a Rússia quando da guerra com o Japão seguiu a prudente política de satisfazer todas as despesas feitas no estrangeiro com o produto dos empréstimos externos, reservando o dinheiro angariado pelos empréstimos internos para cobrir as despesas realizadas no próprio território. Outro tanto não fez o Japão que emitiu em Londres e em New-York empréstimos no valor de 800 milhões de yens, contra 480 milhões apenas no território nacional.

Pelo que respeita à política cambial dos Estados actualmente envolvidos em luta pode-se dizer que se tem resumido em <sup>1</sup> :

a) Proibir aos seus nacionais a compra de valores de países neutros e impedir por todas as fórmulas a saída do ouro;

b) Enviar ouro para pagamento de dívidas presentes ou futuras. A França tem enviado metal amarelo para Inglaterra e estes dois países para os Estados Unidos;

c) Pedir aos seus nacionais emprestados com a condição de os poder vender títulos dos países sobre que o câmbio mais desfavorável se apresenta. Foi a França quem seguiu este sistema, aliás original e interessante. O Estado pede emprestado certos títulos de certos países reservando-se o direito de os vender, o que cria créditos no estrangeiro, factor de equilíbrio cambial. As vantagens concedidas aos prestamistas dos títulos são muito grandes e nomeadamente a possibilidade de negociar na bolsa, salvo o contrato realizado com o Estado, um certificado de dívida correspondente ao título, pagamento do juro do título ao câmbio do dia do seu vencimento aumentado de  $\frac{1}{4}$  do valor dos coupons calculado ao par, garantia de todas as vantagens que porventura tenham caso o título seja amortizado, etc.

Esta pratica parece contudo ter sido fortemente atacada, preconizando-se antes em vez do empréstimo a compra do título feita pelo Estado.

Informa a *Revue Economique et Financière* de 5 de janeiro que

---

<sup>1</sup> Isto não significa por forma alguma que outros projectos não tenham surgido visando o equilíbrio cambial; simplesmente não tem sido adoptados. Entre outros achamos bem indicar os seguintes projectos: a criação de uma nota internacional, a fundação de um Clearing-House que compensasse ao par as cambiais dos vários países, idea defendida por Luzzati, e ainda até certo ponto a unificação da dívida de guerra dos vários países, solução apresentada e calorosamente preconizada por They desde 1915.

se fala muito em França em fazer recaír severas penalidades sôbre os possuidores de coupons de títulos neutros que os não empres-tassem ou vendessem ao Estado. A verdade porem é que há a temer o entesouramento desses coupons e portanto, é de recear, dado o carácter muito democratico de fortuna francêsa, que êste procedimento, eficaz num país de grandes fortunas como a Inglaterra, seja perfeitamente inutil.

Achamos interessante dizer que a compra de valores estrangeiros foi na Alemanha oficialmente excitada a fim de se poder, pela sua venda, arranjar créditos sôbre as outras nações, como se fez em 1907 e 1910, e na actual guerra.

Em 1905 os capitais colocados pelos alemães no estrangeiro foram avaliados por Helffrich em 20 biliões de marcos.

Georgs Paisch calculou em 50 biliões os capitais colocados pelos franceses no estrangeiro. Esta cifra parece muito exagerada e Laporte, examinando as emissões e introduções de valores mobiliarios feitos em França desde 1902 a 1912 chegou à soma de 31 biliões. Neymarch avalia o valor de títulos estrangeiros na mão de franceses em 42 biliões de francos e Leroy Beaulieu fixa-o em 25 biliões, numero de que se aproxima Bertillon. Seja como fôr estamos em face de numeros enormes.

E o nosso espanto aumenta se encararmos a Inglaterra, pois apesar de não ter desenvolvido o espirito de economia, tem, segundo Paisch, 4 biliões de libras no estrangeiro.

Estes numeros são contudo muito precários.

d) Em realizar empréstimos externos. É claro que criando assim disponibilidades nas várias praças se faz diminuir a procura de cambiais.

Os aliados teem emitido muitos empréstimos externos.

Aparte a Russia, que segundo a *Finanza Italiana* de janeiro dêste ano tinha até 1 de setembro de 1917 emitido empréstimos externos no valor de 8.064 milhões de rublos, 6.750 dos quais em Inglaterra<sup>1</sup>, os aliados teem sobretudo recorrido aos mercados do Japão e dos Estados Unidos, precisamente por ser nêstes países, sobretudo no último, que mais pagamentos teem tido a efectuar,

---

<sup>1</sup> Os dados referentes à Russia são em regra muito contraditórios. Assim outra revista financeira informava há tempos que em Janeiro de 1917 os empréstimos externos russos subiam a 9.425 milhões de rublos.

sendo portanto do câmbio destas praças que lhes mais importa curar<sup>1</sup>.

O Japão adiantou até ao fim de 1917 as seguintes somas:

à Rússia . . . . .	2.21	milhões de yens.
à Inglaterra . . . . .	2.00	" " "
à França . . . . .	76	" " "

4.97 milhões de yens, ou seja  
1.282 milhões de francos.

Os Estados Unidos, segundo a *Finanza Italiana* de 19 de janeiro de 1918, tinham no dia 1 de Novembro de 1917, sem contar com 2 milhões de dollars emprestados à Belgica, adeantado aos aliados as seguintes somas<sup>2</sup>:

Inglaterra. . . . .	1.425	milhões de dollars
França . . . . .	820	" " "
Italia. . . . .	500	" " "
Russia . . . . .	325	" " "
Belgica. . . . .	58,4	" " "
Servia . . . . .	3	" " "
	<hr/>	
	3.131,4	" " "

Importa dizer que uma parte desta soma provem de empréstimos feitos pelo publico enquanto outra parte tem a sua origem em adeantamentos do govêrno americano aos países Aliados.

<sup>1</sup> Enquanto a exportação total dos Estados Unidos aumentava nos três anos de guerra de 166 % as exportações para os Aliados aumentavam de 352 %. O excedente da exportação sobre a importação dos Estados Unidos durante os anos de guerra foi, em relação aos países aliados de 7.010 milhões de dollars.

Estes números são só por si suficientemente demonstrativos de que realmente importava aos Aliados olhar pelo seu câmbio sobre New-York.

<sup>2</sup> Para se ver porem como estes números são precários basta ver que a mesma revista, no mesmo número trazia mais adeante a seguinte informação: «Il totale dei prestiti fatti degli Stati Uniti agli alleati ascende a 4.238,400.000 dollari, compreso un prestito di due milioni di dollari consentito recentemente alla Serbia.» Estes números, como é facil verificar, não jogam. Por seu lado o *Economiste Européen* fornece-nos outras cifras e a *Information* ainda nos indica quantativos diversos.

Não se julgue porém que os Estados Unidos perdem com o auxílio que dão aos seus Aliados. Ousamos recortar estes trechos que também seguem as informações que vimos de transcrever:

«Non tuti sanno che gli Alleati debbono pagare al governo americano interessi piu elevati di quelli che questo corrisponde al popolo degli Stati Uniti. Infatti, mentre con la legge del 24 aprile (che autorizzava il primo prestito delle libertà) si stabiliva che sui prestiti agli Alleati dovesse gravare lo stesso interesse del  $3\frac{1}{2}\%$  la successiva legge del 24 settembre inverte disponeva che tali prestiti dovessero essere concessi a quegli interessi che di volta in volta il ministro del tesoro avrebbe creduto opportuno di stabilire. Le somme prestate agli Alleati sono in gran parte ricovate dalla sottoscrizione al prestiti delle libertà al  $3\frac{1}{2}\%$  e delle prime 3 emissioni di cartelle del debito publico, le quali portano un interesse del 3, del  $3\frac{1}{4}\%$  e del  $3\frac{1}{2}\%$ . Ma in seguito, mentre il secondo prestito delle libertà fu emesso al tasso del  $4\%$  agli Alleati venne imposto il  $4\frac{1}{4}\%$ . Per rendersi ragione di questo modo di agire del governo degli Stati Uniti, bisogna tener presente che le obbligazione ed i Buoni che esso emete godono dell'esenzione di certe categorie di tasse. In tal modo il gravame che il detto governo s'impone e piu grande di quello che appare della cifra degli interessi, poiché a questo ammontare bisogna aggiungere le tasse che il cittadino americano non paga. Così il governo degli Stati Uniti si va indemnizzando delle concessioni fatte ai suoi cittadini in materia di tasse aumentando l'interesse dei prestiti che esso concede agli Alleati. Tali prestiti dovranno essere ripagato agli Stati Uniti non in tardi dell'epoca della scadenza del primo e del secondo «Liberty Loan».

Seguem 10 linhas cortadas pela censura italiana

Não se julgue porém que os Estados Unidos só tem empregado aos Aliados.

Não; o mundo inteiro se tem tornado seu devedor.

A nossa estupefacção pela actividade deste povo que assim cria biliões entre as suas mãos não sabe como manifestar-se. Trata-se de uma nação que se impõe à nossa admiração e ao nosso espanto pelo colossal desenvolvimento das suas industrias, pelo estranho progresso do seu comércio, pela tenaz energia dos seus habitantes, por um conjunto de qualidades e defeitos, que, ao mesmo tempo que chocam os nossos hábitos e preconceitos, nos deslumbram e nos seduzem.

Mas no caso dos empréstimos serem internos ha ainda averiguar a que espécie de capitalistas se deve o Estado dirigir: aos grandes sómente ou aos grandes e aos pequenos a um tempo?

Em tempo de paz a questão não surge com a intensidade que reveste em finanças de guerra, pois a opinião dos tratadistas sobre a célebre questão da democratização da dívida publica já quasi se pode considerar uniformizada.

Mesmo em finanças de guerra quando o empréstimo é externo o problema perde muito o seu interêsse, que é realmente grande ao tratar-se de empréstimos internos.

À primeira vista parece que duvida não surge visto as hodiernas correntes doutrinas preponderantes terem uma bem vincada tendência democrática, que leva evidentemente a opinar a não existência de logar para a exclusão das pequenas economias. Em tempo de guerra todos teem a indeclinável obrigação de ceder todas as suas disponibilidades ao estado a fim de que este consiga, pelo prosseguimento das hostilidades, a conquista da vitória, e por seu turno ao Estado cumpre inegavelmente aceitar e facilitar o cumprimento daquele dever, que em ultima análise só reverte em seu proveito, uma vez que está averiguado serem muito consideraveis as somas trazidas pelo baixo povo que guarda os títulos adquiridos pelas suas economias, só os vendendo em ultima extremidade.

A argumentação é seductora e na grande maioria dos casos perfeitamente aceitavel.

Contudo circunstâncias ha em que é necessário atender às condições do país e ponderar cuidadosamente se é conveniente agir por esta forma.

À bem democrática Inglaterra, por exemplo, entendeu que convinha não admitir as pequenas economias ao seu primeiro empréstimo de guerra, e assim só emitiu títulos de valôr superior a 2.500 francos. Este procedimento foi motivado na conveniência que o Governo viu existir na conservação dos depósitos feitos nas caixas económicas, nas caixas postais, e nos bancos de desconto. O Estado ver-se-ia em embaraçadas circunstâncias se todos os depositantes, seduzidos pelas vantagens do empréstimo, resolvessem retirar os seus capitais desses institutos de crédito, semelhante acontecimento, além do mais, privando-o do concurso dos bancos, o que naquela ocasião não era para deixar de atender.

Isto não impediu, digamo-lo a correr, que o empréstimo cons-

tituisse um sucesso e que esta primeira operação de crédito da Inglaterra fosse um triunfo financeiro.

Mas a não ser em circunstâncias especiais a verdade é que em tempos de guerra, mais ainda que nos de paz, se impõe ao Estado a facilitação das subscrições de todas as classes de cidadãos, dando sem distinções a todos os nacionais a oportunidade para, cumprindo o seu dever, aproveitarem das excepcionais vantagens oferecidas sempre em semelhantes operações financeiras.

Isto mesmo compreendeu a Inglaterra, democratizando já o seu segundo empréstimo em que 547.000 subscritores, pediram por intermédio das estações de correio, 15.000.000 de libras; e mais tarde, êste mesmo país, ao criar os certificados de guerra (de despesas e economias de guerra) em que logrou interessar sôbre tudo as classes sociais mais desprovidas de fortuna, deu evidente prova de se integrar abertamente no caminho que vimos de preconizar.

E, quais são as facilidades que o Estado deve conceder para atrair as pequenas economias?

Sinteticamente são sôbretudo as seguintes:

a) Escalonar pelo tempo o pagamento dos títulos, o que tem a vantagem de o Estado ir recebendo o dinheiro à medida que dêle vai carecendo, não pagando assim juros inúteis e não retirando abruptamente uma enorme quantidade de meio circulante, o que poderia trazer graves perturbações.

b) Oferecer títulos de pequeno valor nominal, afim de todas as bôlsas lhes poderem chegar.

c) Espalhar por todo o território entidades competentes para receber as subscrições.

d) Oferecer o tipo de títulos que mais simpatias concitarem no público.

É curioso vêr como a Inglaterra facilitou a última alinea criando também títulos ao portador

e) Nos empréstimos de montante limitado, declarar irreduzíveis as pequenas subscrições.

É de dizer, que em regra as nações agora em luta, têm todas posto em prática estas e outras facilidades, que, juntas a uma sábia propaganda, conseguiram, com relativa facilidade atrair os pequenos capitais.

É curioso constatar, como as pequenas economias ocorrem muito mais facilmente que as grandes, aos primeiros apêlos do Es-

tado. Rialmente, nos primeiros empréstimos de guerra, é visível a predominância das pequenas subscrições, os grandes capitalistas, reservando-se em geral para os empréstimos posteriores, ou por serem os mais ricos quem mais sofre com as perturbações causadas pelos primeiros momentos da guerra, ou por esperárem que o Estado concederá mais largas vantagens aos prestamistas das futuras operações. Mais tarde, porém, acontece o contrário: as grandes quantias são trazidas pelos grandes subscritores, o que se explica pelos elevados lucros que a guerra fez ganhar a certa categoria de industriais e comerciantes e também pelo esgotamento das classes populares, sôbre que principalmente peza o enorme encarecimento do custo da vida.

Para provar esta afirmação, é bastante relançar um olhar sôbre o seguinte quadro, referente ao primeiro empréstimo italiano, que foi subscrito por esta forma:

280.000	títulos de	100	liras	...	28.000.000
180.000	"	"	500	"	90.000.000
220.000	"	"	1.000	"	220.000.000
50.000	"	"	5.000	"	250.000.000
20.000	"	"	10.000	"	200.000.000
10.600	"	"	20.000	"	212.000.000
					1.000.000.000

Mas já o terceiro empréstimo foi subscrito por 500.000 pessoas, número muito superior ao daquelas que concorreram ao primeiro.

Em França, personágens que se não pode dizer desejosas de caluniar os grandes capitalistas, Ribot e Aimond, constataram também nos primeiros empréstimos, um certo retraimento da sua parte, o que não deixou, como se adivinha, de causar um certo gaudio à extrema esquerda da camara.

Assim, de facto, do dia 15 de Setembro, ao dia 31 de Dezembro de 1914, foram subscritos os seguintes títulos de Bons de la Défense Nationale:

600.369	títulos de	100	francos	.....	60.036.900	francos
282.868	"	"	500	"	141.484.000	"
					201.520.900	"
A transportar .....					201.520.900	"



Mas já no terceiro empréstimo por exemplo os capitalistas veem. De facto:

898.300	personas	subscreveram	com	títulos	de	100	a	500	M—	455	milhões
1.801.075	»	»	»	»	»	600	a	5.000	M—	2.246	»
833.191	»	»	»	»	»	5.100	a	50.000	M—	4.240	»
17.786	»	»	»	»	»	50.100	a	500.000	M—	2.677	»
1.394	»	»	»	»	»	superior	a	500.000	M—	2.483	»
<hr/>										3.551.746	M 12.101 milhões

O numero de subscritores de resto aumenta até ao 4.<sup>o</sup> empréstimo na Alemanha: de 1 milhão no primeiro empréstimo passa para 2.691.000 no segundo, para 3.500.000 no terceiro, para 5.279.645 no quarto; mas já no quinto baixa para 3.809.976, subindo novamente no sexto para 6.762.082 e baixando outra vez no setimo a 5.213.300.

Finalmente diremos que na América do Norte o primeiro empréstimo teve, não chegou a 5 milhões de subscritores e o segundo 9 milhões e 400 mil.

Resumindo portanto concluiremos que são preferiveis em finanças de guerra os empréstimos internos aos externos, tendo estes uma missão secundária e mais restrita em relação aquelles e que, a não ser em casos excepcionais, se deve fazer todo o possivel por democratizar a dívida publica, tanto mais quanto é certo que as primeiras operações teem por principal clientela a classe média.

## VI

Fixadas as vantagens e os inconvenientes dos empréstimos no estrangeiro e no próprio país cumpre-nos logicamente indagar das vantagens e garantias que o Estado deve dar a quem lhe empreste o dinheiro de que carece.

Este problema é importantissimo e longe de mim fatigar-me, e a quem me lêr, com o pôr em relevo o seu alcance.

É claro que as vantagens a conceder são factor do crédito do Estado mas a verdade é que país algum, por mais solida que seja a confiança que inspire, se pode eximir a dar certas vantagens e benefícios a quem lhe mutue os seus capitais, unicamente os podendo restringir quando fortemente estabelecido estiver o seu crédito.

Analiseemos portanto as várias vantagens que se podem outorgar:

a) *o juro*. A primeira vantagem a estudar é claramente o juro. A fixação do juro real a conceder não é coisa fácil, pois ha a atender em primeiro logar ao successo do empréstimo, em segundo logar aos encargos que o Estado vai assumir e depois à influência que a taxa fixada vai ter na industria nacional, questões estas que exigem todo o melindre ao serem tratadas.

Já por nós foi dito que uma guerra faz subir a taxa de juro, o que não admira pois os Estados beligerantes ao mesmo tempo que são extraordinários destruidores de capitais, pedem constantemente dinheiro ao mercado, ora sob a forma de impostos, ora sob a de empréstimos. Daqui deriva que a uma diminuição de capital, destruido pelos próprios países em luta, corresponde um constante pedido de dinheiro, o que, junto à tendencia para o entesouramento que se acentua fortemente em tempo de guerra, não pode deixar de ter como consequência a elevação da taxa de juro. Finalmente o receio que sempre inspira a solvabilidade dum estado em guerra é tambem um factor da alta de juro.

A taxa de juro aumenta portanto com a guerra e em razão directa à sua duração e inversa às probabilidades da vitória. Levy diz mesmo que durante esta guerra a taxa de juro aumentou entre 50 e 100 0/0. No sentido de fazer baixar a taxa de juro ha ainda o factor importante do aumento de circulação fiduciaria. Mas isto não nos diz a que taxa se deve emitir um empréstimo.

A resposta é simples: a taxa real mínima deve ser a do mercado. Um empréstimo com uma taxa de juro inferior à do mercado destina-se a um insuccesso fatal. Para exemplo direi que quando foi da guerra da Secessão americana o tesouro dos Estados Unidos vendo a fácil colocação dos títulos de 6 0/0 se decidiu a emitir títulos a 5 0/0. Aconteceu porém o que era de esperar: não foi possivel colocar os títulos de 5 0/0 tendo de emitir novamente títulos de 6 0/0.

Mas se a taxa minima deve ser a do mercado qual deve ser a maxima?

Não é fácil nem mesmo possivel dize-lo. É claro que o Estado em guerra pode para atraír capitais oferecer um juro mais elevado que o do mercado sem que isso cause perturbação à industria pela razão muito simples que ela se encontra num periodo de estagnação. Em todo o caso é preciso cuidado, pois ra-

mos de industria ha que, ao contrário, estão em todo o seu desenvolvimento; além de que a transformação industrial exigida por uma guerra como a actual requiere muitos capitais, que não convem desviar desta applicação. Portanto o estado não deve, mesmo em tempo de guerra, oferecer uma taxa de juro muito superior à do mercado, podendo contudo eleva-la, quando disso haja absoluta necessidade, um pouca acima da taxa corrente.

Na fixação da taxa de juro ha em todo o caso ainda a atender ao tempo por que o empréstimo é emitido, e às vantagens e garantias oferecidas aos prestamistas.

A taxa de juro reflecte como fácilmente se comprehende a confiança que o estado inspira. Mas em todo o caso não nos devemos deixar iludir por critérios grosseiramente simplistas, determinando o crédito do estado exclusivamente por este indice, dado que, como sabemos, a taxa de juro é influenciada e posivelmente modificada por um conjunto de factores de vária ordem.

É de salientar que nos temos referido ao juro real e não ao nominal.

Na guerra actual, como de resto era de prevêr, a taxa de juro tem variado bastante.

A Alemanha tem emitido empréstimos a 5, 5,05, 5,07, 5,57<sup>0</sup>/<sub>0</sub>.

A Austria emite a 6,4; 6,06; 6,23; 6,25; 6<sup>0</sup>/<sub>0</sub>. A Ungria chega a emitir a 6,84.

A França emitiu os seus *bons de la defense nationale* a 5,26 e as obligations a 5,3. Os primeiros Grandes empréstimos franceses são a 5<sup>0</sup>/<sub>0</sub> nominal e o terceiro empréstimo é a 4<sup>0</sup>/<sub>0</sub> nominal 5,83 real.

A Inglaterra emitiu o seu primeiro grande empréstimo a 3,5<sup>0</sup>/<sub>0</sub> nominal, 4<sup>0</sup>/<sub>0</sub> real. O segundo empréstimo é a 4,5<sup>0</sup>/<sub>0</sub> e o terceiro oferece uma muito curiosa combinação, sendo o seu juro de 4 ou 5<sup>0</sup>/<sub>0</sub>.

A divida flutuante italiana varia na taxa do seu juro entre 3 e 5<sup>0</sup>/<sub>0</sub>. O empréstimo de janeiro de 1915 foi emitido a 4,6<sup>0</sup>/<sub>0</sub> e o de julho do mesmo ano a 4,7; o de janeiro de 1916 a 5,2 e o de fevereiro de 1917 a 5,5; finalmente o de janeiro de 1918 a 5,7.

A América emite o seu primeiro empréstimo a 3,5 e o segundo a 4<sup>0</sup>/<sub>0</sub>.

Estas taxas não são demasiado altas, sobretudo se as compararmos àquelas que outros países em outras guerras foram forçados a conceder.

O Japão por exemplo quando da sua guerra contra a Rússia chegou a vê-se forçado a dar 8,1 (2.º empréstimo externo) e 8,25 % (4.º empréstimo interno) e a Austria quando da sua guerra de 1866 emitiu um empréstimo a 8,5 %.

b) *o prêmio de reembolso.* Cumpre, agora que já estudámos o juro, analisar est'outra importante vantagem que tambem costuma ser concedida aos prestamistas e averiguar se ela deve figurar nos empréstimos de guerra.

Certo, os empréstimos emitidos abaixo do par são fácilmente collocaveis por isso mesmo que se faz entrevêr uma possibilidade do aumento do valôr do título. Realmente, quando o Estado proceder ao reembolso o capitalista vem a receber uma quantia superior áquela que emprestou, e se o possuidor dos títulos tiver de realizar o seu valôr, verifica em regra que a sua cotação subiu grande e rápidamente. Além disto é muito mais fácil aos intermediários ganhar quando podem vender títulos abaixo do par do que no caso contrário, pois o comprador não daria sem hesitar uma soma superior ao seu valor nominal.

Outra vantagem que se costuma apontar à emissão abaixo do par é a possibilidade de o Estado oferecer um pequeno juro nominal. Esta vantagem, porém, é, a nosso vêr, na generalidade dos casos, quási insignificante, pois já ninguém se deixa iludir com este conhecido embuste.

Em nosso entender esta prática é, porém, condenavel.

Aumenta-se com semelhante maneira de proceder por uma forma formidável a dívida do Estado, lança-se sôbre as gerações futuras encargos que não correspondem a vantagens recebidas, retarda-se a possibilidade de uma conversão, dificulta-se a amortisação da dívida e finalmente revele-se uma bem lamentavel falta de coragem e de sinceridade financeiras.

Nem se diga que é indispensavel o Estado declarar-se devedor de uma soma maior do que aquela que realmente lhe foi entregue a fim de restituir o que de facto recebeu, visto o valôr do dinheiro ir sucessivamente diminuindo, pois, em verdade, uma das funções do juro é precisamente egualar a prestação presente à futura. Mas além disto é de dizer que não é de crêr que com a vinda da paz o valôr do dinheiro continue diminuindo; ao contrário tudo leva a supôr que, pela supressão do curso forçado, pela diminuição do elevado numero de notas que a patológica situação

do momento presente impôz, pelo desenvolvimento de toda a vida económica do país, o valôr da moeda aumente caíndo assim pela base semelhante argumentação.

A prática dos empréstimos emitidos abaixo do par está sendo dia a dia mais vigorosamente atacada. Não tem faltado por exemplo críticas à política de Pitt porque o tesouro só recebia dois terços das somas de que se declarava devedor. É contudo certo que não tem também deixado de aparecer defensores do ministro inglês. Em 1855, por exemplo, Newmarch sustentava que seria impossível arranjar o dinheiro necessário nas épocas queridas pedindo emprestado ao par. «En empruntant à 5 % on se serait heurté à des difficultés plus considérables qu'à 3 %, le taux annuel aurait été plus élevé». Seja porê m como fôr, visto não curramos de analisar a política de Pitt, a verdade é que se nos afigura preferível conceder uma mais elevada taxa de juro a pedir emprestado abaixo do par.

É contudo de dizer que dois casos ha em que pode até certo ponto ser defensavel esta maneira de proceder. O primeiro verifica-se quando a taxa do mercado não fôr um numero inteiro (por exemplo, 5,28 %, — 4,75 %, — 7,053 %, etc.) porque ha vantagem em que o empréstimo tenha um juro nominal representado por um numero inteiro. Neste caso contudo a emissão não será nunca muito abaixo do par. O segundo caso dá-se quando já ha no mercado uma grande quantidade de títulos de juro equal áquele que devia ter o novo empréstimo se fosse emitido ao par. Foi o que se deu com o ultimo empréstimo francês. Já havia no mercado 27 biliões de títulos de 5 %. É obvio que uma nova emissão de 10 biliões de valores deste juro fazia descer formidavelmente a cotação dos titulos anteriores. Neste país solucionou-se a questão emitindo o novo empréstimo a 68,6, e dando-lhe o juro nominal de 4 %. Talvez contudo tivesse sido preferível emitir antes a 6 % ao par.

Na guerra actual, os empréstimos têm sido emitidos próximo do par.

Na Alemanha, os empréstimos têm sido sucessivamente lançados a 97,5; 98,5; 99, o quarto a 95 e a 98,5 conforme fossem Bons do Tesouro ou Obrigações; o quinto a 95 e a 98; o sexto e o sétimo a 98.

A Austria emite a 97, 95 até a 93, e a 92,5. O sexto empréstimo é a 95,5 e o sétimo a 96,1 e a 91,25.

A Itália oferece títulos a 97, 95, 97,5, 90 e a 86,5.

A França começa por 88, passando depois para 87, 75, no segundo empréstimo, e baixando a 68,6 no terceiro.

Se nos lembrarmos que um empréstimo de 5<sup>o</sup>/<sub>o</sub> foi emitido em 1871 a uma taxa de 79,26 e em 1872 de 80,68, se tivermos em vista que o Japão nos seus mais angustiosos momentos não concedeu uma taxa inferior a 86,25 aos banqueiros, sendo o empréstimo vendido ao público a 90 (empréstimo externo de 24 de Março de 1905), não podemos deixar de concordar que estas taxas são extraordinariamente baixas. A França em 1870 só depois dos seus primeiros desastres é que pediu emprestado 805 milhões a 60,6.

A Inglaterra é que, começando por 95, emitiu o seu último empréstimo rigorosamente ao par.

c) *Prêmios de Amortização.* Chegou a ser muito discutido em França, se o terceiro empréstimo não se devia consignar êste beneficio: Neymarch por exemplo sustentou, e com razão, que os prêmios de loteria, podiam fazer baixar a taxa do juro, proporcionalmente à capacidade de ilusão do público. Além disto, era uma novidade e nêste capítulo tudo o que é novo, tudo o que pode arrancar dinheiro aos pés de meia sem agravar grandemente o tesouro público, é de aconselhar.

Comtudo, parece-nos ter fundamento a pergunta de Yves-Guyot: «Quand il s'agit de milliards peut-on compter que cette «séduction étendrait son efficacité sur le grand nombre des sous-«cripteurs auxquels on fait appel?»

Klotz disse, apesar de tudo, que quando a França tiver sido liberta, o empréstimo com prêmios de loteria, poderia ser utilizado para as operações auxiliares do tesouro.

d) *Inconvertibilidade.* O Estado tem a possibilidade de transformar a dívida contraída durante a guerra, noutra com encargos periódicos menores. Por outras palavras: o Estado pode converter a dívida de guerra.

Acontece, porém, que o país pode também durante um certo tempo interdizer-se esta operação, concedendo assim uma apreciável vantágem aos prestamistas. Que pensamos nós ácerca dêste beneficio?

Longe de nós discutir agora a legitimidade desta operação e analisar os fundamentos em que assenta a sua justificação. Basta-nos dizer sôbre êste assunto que todos os Estados têm lançado mão da presente prática.

Entendemos que os Estados não devem conceder êste benefício senão em última extremidade, pois sendo a taxa de juro bastante elevada durante a guerra, há toda a vantagem em a poder reduzir, logo que as circunstâncias o permitam. Para que estar em tempo de paz a pagar um juro muito superior ao do mercado, juro êste imposto por excepcionais circunstâncias de momento?

O Estado deve procurar ficar o menos sobrecarregado possível e portanto deve-se reservar o direito de proceder a uma conversão, logo que isso seja viável. Além dêste argumento já de si decisivo, há a dizer que, apesar de não sermos partidários da perfeita uniformidade da dívida pública de um Estado, julgamos contudo que após a guerra, é útil pôr termo à extranha variedade de títulos, resultantes da emissão desordenada a que se procedeu durante o período das hostilidades. Ora isto só se consegue com uma conversão.

Pode, porém, acontecer que o Estado se interdiga a conversão durante um período muito curto. Como não é provável que a taxa de juro baixe muito durante os primeiros anos depois da paz, esta garantia é illusória e só serve para atraír os ingénuos capitalistas, seduzindo-os com uma inofensiva mirágem.

Na guerra actual os Estados tem garantido os prestamistas contra conversões.

A Alemanha tem evitado a concessão desta garantia. Deu-a, porém ao seu terceiro empréstimo, que não pode ser reembolsado, nem convertido, antes de 1924. O sexto empréstimo não é reembolsavel antes de 1923 e o primeiro antes de 1924. Não se fala, porém, em conversão.

A Inglaterra interdissse-se a conversão para o seu primeiro grande empréstimo antes de 1925. Os títulos do segundo são pagaveis desde 1925. Os do terceiro empréstimo tem um regime especial, sendo os títulos de 5 % não reembolsaveis antes de 1928.

A Italia garante a inconvertibilidade do seu terceiro empréstimo durante dez anos.

A França, para os seus primeiro e segundo empréstimos, renuncia ao seu direito de reembolso antes de 1931.

d) Importa ainda estudar outra vantagem importante como é a *isenção de impostos*.

Como temos feito para todas as outras vantagens, vejamos também em que consiste esta para depois dizermos o que pen-

samos a seu respeito e finalmente elucidarmos que Estados a tem concedido.

Um Estado pode taxar os titulos dos seus empréstimos, como qualquer outro valôr mobiliário. Pode, porem, prometer aos juristas que não lançará imposto algum sobre um dado título. Levanta-se aqui o problema de saber se é ou não valida esta promessa.

Sem discutirmos o problema em todas as suas minucias, podemos dizer que se esta promessa é duvidosa sob o ponto de vista juridico, se sob o ponto de vista politico é fortemente atacavel, não há duvida que tem um valor inegavel. Dêmos de barato que esta obrigação seja juridicamente nula, o que, repetimos, é muito discutivel; a sua força moral é que não deixa por isso de ser enorme e o Estado terá de respeitar este compromisso, sob pena de vêr o seu crédito fortemente abalado.

E o que pensâmos nós desta garantia, desta vantagem?

Achamo-la condenavel. A nossa argumentação baseia-se sobre tudo nos seguintes topicos: 1.º Esta promessa leva a consagrar uma desigualdade dos cidadãos perante o imposto; 2.º Não se deve tolher a liberdade das gerações futuras.

Não se deve, porém, com toda a lealdade o dizemos, esconder que fortes argumentos se podem apresentar contra a doutrina que sustentamos.

Cumpre averiguar se contudo países houve em que esta vantagem foi concedida.

A Inglaterra e a Alemanha evitaram desde o primeiro empréstimo dar esta garantia mas o mesmo não aconteceu à França, onde os "Bons" e as "Obligations de la defense nationale", assim como os empréstimos, estão isentos de imposto.

Debaixo deste ponto de vista é muito curioso o ultimo empréstimo inglês. Com um grande senso pratico o governo britânico viu que a negação desta garantia podia retrair os capitais que se esquivavam, receosos dos futuros impostos. Mas como por outro lado não convinha dar esta vantagem duma maneira geral porquanto se reconheceu que muitos capitais se poderiam obter sem ela, arranjou-se uma combinação que consistiu em diminuir o juro a troco da promessa de isenção de imposto. Assim se atendeu aos optimistas e aos pessimistas. E' curioso vêr que o espirito optimista preponderou absolutamente, visto o 5 % ter dado 51.749 e o 4 % apenas 1.285. Cumpre ainda dizer que

alguns empréstimos a curto prazo tem sido expressamente isentos do «income-tax».

A Italia concede tambem este privilegio, que ali é tradicional desde 1894 e depois, desde a conversão de 1906.

e) *Garantias especiais.*—Os Estados gosando de poucos créditos concedem ainda garantias especiais aos seus crédores, como seja a hipoteca de certos bens, ou a consignação de rendimentos ao fiel cumprimento das obrigagões assumidas.

Os Aliados já se viram obrigados a garantir com titulos americanos certos empréstimos pedidos aos capitalistas da grande republica do Novo Mundo. Comtudo como os estados agora em luta tem grande crédito a generalidade das suas operações de crédito não tem sido especialmente garantidas.

Mas para dar um outro exemplo de um empréstimo de guerra gosando de garantias especiais basta lembrar o Japão, que, em Maio de 1904, lança um empréstimo externo de 10 milhões de libras, 6.º/º emitido a 93,5 com garantias especiais. Este empréstimo foi, porém, coberto 30 vezes, tão grandes as vantagens concedidas.

O segundo empréstimo externo, 8,1 º/º real, 6 º/º nominal, a 90,5 pagavel desde 1907, tinha como garantjá o rendimento das alfandegas, de resto já empenhado; foi coberto 8 vezes. Em março de 1905 novo empréstimo exterior, que tem como garantia o rendimento dos tabacos e em Julho do mesmo ano a segunda serie deste empréstimo tem a mesma garantia.

f) *Adiantamentos sôbre o valor dos titulos.*—Outra vantagem que vae dar-se aos capitalistas consiste em os bancos emissores fazerem adiantamentos sobre estes titulos. Gosam desta vantagem varios empréstimos de guerra.

g) *Pagamento das subscrições de outros empréstimos e contribuições com titulos de empréstimos anteriores.*—Esta vantagem pôde ser grande. Tem sido muito concedida na guerra actual, como facilmente se depreende do que deixamos dito ácerca da divida a curto prazo.

h) Uma ultima vantagem e esta indirecta que o Estado pôde conceder é, como fez a França no seu terceiro empréstimo, imitando a Inglaterra, instituir um fundo especial para manter a cotação dos titulos, comprando-os quando ela fôr inferior a dado limite.

## VII

Chegados a esta altura ocorre naturalmente perguntar: mas como se ha-de emitir o empréstimo?

Realmente sabido é que ha várias formas de emissão dos empréstimos de publicos sendo contudo as unicas praticaveis para os empréstimos de guerra a emissão publica e a negociação com os banqueiros. Averiguemos pois qual é a mais conveniente e quais as circunstâncias em que convêm preferir cada uma delas.

A negociação com os banqueiros tem a vantagem de garantir absolutamente o empréstimo contra um fracasso sem que para isso o Estado tenha de conceder extraordinárias vantagens aos prestamistas, ao mesmo tempo que se aumenta o crédito publico com o crédito das casas que ficaram com a emissão, recebendo ainda o Estado, o que pode ser de grande conveniência, o dinheiro do empréstimo no momento em que dele tem necessidade. É finalmente de dizer que os bancos podem, mercê de circunstâncias várias que neles concorrem e em especial pela difusão de sucursais, facilitar notavelmente as subscrições do publico aumentando assim o rendimento do empréstimo e concorrendo tambem por esta maneira para a sua democratização.

Algumas destas vantagens, nomeadamente as primeiras, são muito para ponderar.

Tem porêm esta prática tambem inconvenientes mais ou menos graves que cumpre assinalar. Basta lembrarmo-nos que os banqueiros hão-de ganhar com o concurso que prestam ao Estado, hão-de exigir uma qualquer remuneração pelos valiosos serviços feitos ao govêrno e ao país. Fácil é vêr como esse ganho reduz o rendimento do empréstimo e como o Estado o podia evitar suprimindo o intermediário. É o que o Estado faz emitindo o empréstimo logo, directamente ao publico.

Esta maneira de proceder tem a nosso vêr grandes vantagens, sobretudo para os Estados de grande crédito. Realmente as vantagens apontadas atrás como inerentes ao concurso dos bancos esbatem-se muito, e desaparecem mesmo, quando é um país gozando de forte crédito que lança o empréstimo. De facto não ha neste caso a temer que o empréstimo fique sem subscriptores, pois além de com grande facilidade o ministro de um semelhante país poder saber qual a taxa de juro a oferecer o Estado goza da

confiança do grande publico. Não necessita tambem o país de vêr o seu crédito acrescido com o crédito dos banqueiros, muito menor que o seu, nem tampouco veria o rendimento da operação aumentar pelo facto de sua intervenção.

O que um semelhante país tem portanto a fazer é dirigir-se aos seus nacionais e dizer-lhes com toda a lealdade, com toda a franqueza que se querem continuar a guerra tem de emprestar o seu dinheiro ao Estado. Num país realmente democrático é este o único caminho a seguir, a única prática a aconselhar. De resto a subscrição publica não elimina necessariamente o auxílio dos banqueiros, pois estes podem comprar os títulos como qualquer particular para mais tarde os revenderem, ou mesmo, o que muito mais conviria ao Estado, como emprêgo do seu capital—reserva.

O sistema seguido nos grandes empréstimos tem sido, durante a guerra actual, este que preconizamos, o que nos não deve causar admiração visto que os países envolvidos na contenda são quasi todos possuidores de um enorme crédito.

A Itália é o país aliado que mais auxílio tem pedido aos banqueiros. Assim no primeiro empréstimo italiano, fracamente concorrido pelo publico, como já dissémos, o consórcio dos bancos teve de adeantar 200 milhões, sem o que o empréstimo de um milhão não teria sido coberto. No terceiro empréstimo o concurso dos bancos fez-se sentir sobretudo pela enorme propaganda efectuada, pelas facilidades dadas para a subscrição e pela tomada firme de uma parte do empréstimo caso não fosse subscrita pelo publico uma dada soma<sup>1</sup>.

Dizem os jornais e as revistas aliadas que os Centrais tem abusado dos grandes estabelecimentos de crédito para a emissão dos grandes empréstimos publicos, não nos repugnando crêr que muito tivessem recorrido aos bancos dada a feição da organização económica dos dois principais países inimigos.

O que vimos de dizer refere-se sómente aos países de grande crédito e aos empréstimos internos.

Os países de pouco crédito devem manifestamente averiguar se as somas trazidas pelo auxílio dos bancos compensam ou não

---

<sup>1</sup> O consórcio tomaria pelo menos 300 milhões de liras, capital nominal, mas elevaria a sua participação no empréstimo a 500 milhões se a subscrição do publico não fosse além de 1.500 milhões. No empréstimo actualmente aberto ignoramos ainda qual o auxílio prestado pelos bancos italianos ao seu país.

a percentagem que tem de conceder-lhes o que varia conforme as circunstâncias.

Nos empréstimos externos o auxílio dos bancos já é mais difícil de dispensar, mesmo para os países cuja solvabilidade menos duvidas pode inspirar, entre outros motivos também importantes, pelo menor conhecimento que ha das condições e preferências do mercado.

### VIII

Resolvida esta última questão poderia parecer que devíamos dar por findas as nossas considerações sobre o tão importante assunto dos empréstimos de guerra.

Não é porêr assim. Importa vêr ainda quâis as conseqüências financeiras — e destas exclusivamente trataremos, frisamol-o bem — que o constante recurso ao crédito acarrêta para o Estado. Os países em luta lançaram uns após outros gigantescos empréstimos, endividaram-se fabulosamente, amontoaram, num formidável arranco de coragem, terriveis encargos, sem duvida impostos pela necessidade da guerra, mas que sem duvida também pesarão durante longos anos nos seus orçamentos.

Que conseqüências financeiras terão para o Estado esses compromissos e como os honrarão eles?

Problema heriçado de dificuldades já levemente abordado pelos economistas e financeiros dos diversos países acêrca da guerra actual, e de cuja solução maximamente dêpende a existênciã autonoma de mais de um povo.

Pelo que respeita ao presente conflito afigura-se-nos ainda prematura qualquer verosimil previsão.

«Perchè annunciare cose che il tempo si dá la cure di negare, affermare cose che i fatti possono semenire? Il tempo in politica è sempre il piu fine umorista».

Os acontecimentos de fantasmagorica grandeza que no presente momento se desenrolam assumem aspectos de tal forma imprevistos que estranhamente falivel se nos antolha qualquer vaticínio acêrca do seu rumo.

Hoje, que estão em guerra, todos os povos anceiam pela paz; quem sabe se vinda a paz não acharão que menos doloroso era o tempo em que se encontravam em luta?

O amanhã da guerra tem aspectos verdadeiramente aterrado-

res e a salvação de cada país ainda será talvez a situação igualmente aflitiva em que se encontrarão todos os outros povos.

Não obstante o que vimos de dizer julgamos dever analisar os dois caminhos que os estados teem para solucionar a sua situação: aumentar os seus rendimentos ou reduzir os encargos.

Vejam os meios para atingir o primeiro desideratum:

Temos:

a) *aumento de impostos*;

b) *socialização de indústrias*.

a) *Aumento de impostos*. De certo a pressão fiscal tem sido durante a guerra levada a limites inesperados e difficilmente, o que não quer dizer impossivelmente, ela poderá ser aumentada após a cessação das hostilidades, antes será mister encarar a eventualidade de sua successiva diminuição.

Mas como o movimento económico adquirirá uma febril actividade, como à estagnação do momento presente sucederá todo um intenso movimento industrial e comercial, fácil de presumir é que o rendimento global dos impostos aumente de forma consideravel.

O grito que o Estado lançará aos seus nacionais será: enriquecei-vos! Que cada particular, nos duelos económicos em que se empenhar, saia victorioso, tal será o desejo de cada Estado. Só assim, valorizando todas as riquezas, explorando todas as indústrias remuneradoras, as nações poderão pagar os seus compromissos, honrar os seus encargos.

Será preciso uma grande coragem financeira para aumentar a taxa de todos os impostos susceptiveis de produzir maior rendimento, para, se possivel fôr, criar impostos novos e para só muito cautelosamente ir aliviando a pressão fiscal. Esperemos que ela não faltará—vai nisso a fé no futuro de todos os povos.

b) *Socialização de indústrias*. O Estado vai dia a dia alargando a sua ingerência social, vai dia a dia avocando a si novas funções. É isto um bem, ou antes é uma tendencia que cumpre combater? Problema aqui perfeitamente deslocado. Limitamos neste logar a verificar este facto da vida social, tirando dele as necessárias consequências financeiras.

A verdade é que ao individualismo político-económico do século passado está succedendo uma outra fase em que a colectivi-

dade desempenha papel capital. Quem focar imparcialmente o problema social tem a impressão de estar assistindo à agonia de um ciclo histórico, a celeuma da batalha sendo quiçá o estreitor de uma era da humanidade. Caminhamos para o socialismo económico? Avançamos antes para o sindicalismo? Espera-nos a anarquia?

Para o presente estudo pouco importa.

Basta verificarmos que a acção estadual se tem alargado.

E sendo assim tudo nos faz prevêr que o Estado crie novos monopólios e explore directamente várias indústrias afim de por esta forma aumentar os seus rendimentos.

Mas não haja dúvidas, nos primeiros anos de paz pelo menos, os lucros que o Estado tirar das indústrias que explore e dos monopólios que estabeleça serão em muito insuficientes para pagar os encargos da sua dívida. As grandes somas hão-de vir do imposto... e se o imposto não chegar terá de recorrer a práticas mais ou menos violentas.

Acabamos de vêr o primeiro caminho que o Estado pode seguir para pagar os seus encargos. Estudemos agora o segundo:

- a) *Redução de despesas* ;
- b) *Conversão* ;
- c) *Redução de juros* ;
- d) *Repudio*.

a) *Redução de despesas*. Se em tempos normais a chamada política de economias tem grandes dificuldades não é evidentemente quando urge reparar as perturbações causadas pela guerra, reedificar cidades destruídas, substituir o material de guerra, pagar pensões e indemnisações às vítimas do conflito, desenvolver o crédito agrícola, comercial e industrial, etc., etc., não é evidentemente nesta ocasião, que se pode remover os obstáculos que sempre se levantaram quando se tem tratado de cercear créditos, embora incontestavelmente reduzíveis.

Em todo o caso para podermos formular uma opinião acerca da possibilidade da redução de despesas após a paz, importa discriminar as várias causas que até hoje tem impedido a efectivação de uma política de economias e em seguida ver se elas se manterão ou se, ao contrário, tenderão a modificar-se.

Fácil nos parece apontar, de entre a multidão de causas que influíram no sentido de triunfantemente contrariar a redução de

despesas, as que de mais culminante importância se revestem, como o espírito democrático das sociedades modernas que obriga a dispendir avultadas quantias em favor das classes pobres, o estabelecimento e o alargamento do princípio da aposentação dos funcionários públicos, a necessidade de solidamente garantir a defesa nacional, o desenvolvimento de ingerência social do Estado e o predomínio do princípio preventivo sobre o repressivo, o crescente desenvolvimento do crédito e a conseqüente facilidade de obter dinheiro, o parlamentarismo, que faz com que os votantes das despesas sendo eleitos pelo povo, temam a sua não reeleição se não aprovarem dadas medidas de interesse local ou se se não opuserem à supressão de certas verbas, o auxilio que os Estados teem de prestar à sua indústria e ao seu comércio, a necessidade de fomentar o desenvolvimento de certas regiões pela construção de canais, estradas, caminhos de ferro, telégrafos, telefones, isenção de impostos, etc., a rapidez com que é preciso realizar praticamente os inventos da sciência e satisfazer as necessidades do país para acompanhar os progressos dos outros povos, rapidez essa motivada na sucessão das novas descobertas em todos os ramos do saber humano, que faz com que a novidade deslumbrante de hoje seja a velharia insuportavel de amanhã, etc., etc.

De todos êstes factores muitos presistirão sem dúvida mas outros há também que desaparecerão. Entre êstes últimos esperemos que figurem em muita grande parte as despesas militares. Bem possível é, de facto, que na conferência da paz se estipule qualquer clausula àcerca da limitação dos armamentos ou mesmo se consagre a velha aspiração da arbitragem obrigatória, ao menos para uma certa categoria de conflitos.

Para se ver como esta medida reduziria consideravelmente as despesas públicas julgamos sufficiente o presente quadro, referente às despesas militares totais (exército e marinha) das grandes potencias europeias:

	1883	1893	1903	1913
Alemanha . . . . .	504	823	1.087	2.282
Austria . . . . .	318	355	480	598
Inglaterra. . . . .	702	801	2.536	1.827
França . . . . .	789	889	1.001	1.472
Italia . . . . .	311	356	409	681
Russia . . . . .	894	833	1.186	2.078
Total (milhões de fr.) . . . . .	<b>3.518</b>	<b>4.057</b>	<b>6.699</b>	<b>8.938</b>

Se quizermos olhar o que se tem passado em Portugal verificaremos que o nosso país não foge à regra geral.

As despesas estritamente militares, isto é, as despesas militares feitas em tempo de paz por causa da eventualidade da defeza do país por meio do serviço público do exército e da marinha são as seguintes<sup>1</sup>:

	Exército	Marinha	Total
1886-1887 . . .	4.987	2.044	<b>7.031</b>
1896-1897 . . .	5.219	2.785	<b>8.004</b>
1906-1907 . . .	7.400	3.594	<b>10.994</b>
1912-1913 . . .	9.898	2.932	<b>12.830</b>
1913-1914 . . .	10.059	3.002	<b>13.061</b>

Assim entre 1883 e 1913 a Alemanha aumentou as suas despesas de ordem militar de 351 0/0, a Inglaterra de 160 0/0, a Russia de 132 0/0 e a França de 86 0/0. Calcula Théry que as despesas militares das grandes potencias durante os últimos trinta anos antes da guerra ultrapassem 170 biliões.

Pelo exposto se vê que, contráriamente ao que tão pessimistamente alguns cuidam, bem possivel é que se consigam reduzir algumas verbas que nos orçamentos de paz mais contribuiam para avolumar o montante das despesas.

Longe contudo de nosso espirito a ideia de que bastem essas reduções para pagar os encargos das dívidas agora contraídas. Nos primeiros anos de paz poderão quando muito compensar os gastos extraordinarios que os Estados se verão obrigados a efectuar e só mais tarde poderão contribuir para solver os compromissos contraídos para com os juristas.

b) *Conversão*. Conversão é a operação pela qual o Estado transforma uma dívida noutra de condições diversas.

Quanto à técnica há três tipos de conversão: ao par, abaixo do par e equitativas.

As conversões ao par consistem na substituição da antiga

<sup>1</sup> É de dizer e de salientar que nem todas as despesas que no orçamento figuram no Ministério da Guerra e da Marinha são despesas militares. Assim por exemplo as verbas que no antigo Ministério da Marinha figuravam como pertencendo à Direcção Geral do Ultramar e mesmo até as que diziam respeito à Cordoaria Nacional (cap. IV), Justiça Militar, Serviços nos Portos, etc., não são despesa smilitares.

dívida por outra de juro menor, embora de montante nominal igual.

As conversões abaixo do par cifram-se em o Estado oferecer aos prestamistas a troca de um título cotado acima do par por outro de menor juro cotado abaixo do par dando tantos destes títulos quantos se poderiam comprar com o valor nominal de aqueles.

O juro reduz-se mas aumenta-se o capital da dívida.

Costumam os tratadistas dizer que as conversões equitativas podem ser de duas espécies: segundo uma delas o Estado tendo um título cotado acima do par propõe ao prestamista para lhe dar a diferença entre a taxa de juro real e a nominal durante o número de anos que lhe promete a incorvertibilidade; consiste a outra espécie de conversões equitativas em o Estado tendo dois títulos de diversas cotações oferecer a troca de um ou outro dando o capitalista o dinheiro necessário para que essa operação seja possível.

A nosso ver não há na primeira destas modalidades uma conversão pois não cabe esta operação dentro da noção de conversão que temos e apresentámos.

As conversões *avec soulte* visam só a obter dinheiro.

Pelo exposto se vê que a única conversão defensável é a chamada ao par. Esta medida é, além do mais, uma obra de saneamento financeiro.

Mas será ela possível depois da guerra? Não o cremos por dois motivos: primeiro porque para muitos títulos os Estados renunciaram previamente a esta operação, segundo porque é de crer que o juro não baixe nos primeiros anos depois da guerra e portanto que os títulos não subam acima do par, condição indispensável para a realização desta operação.

c) *Redução de juros*. A redução de juros consiste em o Estado se negar a pagar os juros que havia estipulado, ou em reduzir o capital nominal do empréstimo.

Einaudi considera a redução de juros como uma espécie de repudio. Praticamente toda a razão lhe assiste mas em teoria já o caso é mais de discutir.

Este expediente tem para o crédito do Estado as mais funestas consequências, sendo portanto pouco de esperar que países como a America, a Inglaterra ou a França, dêle lancem mão.

d) *Repudio*. Repudio é a negação da dívida por parte do Estado.

Só os Estados de finanças muito comprometidas lançam mão dêste expediente, cujas conseqüências para o crédito público são as mais perniciosas.

Vários exemplos de repudio existem na história financeira dos vários povos e mesmo Portugal usou dêste processo a respeito do empréstimo de D. Miguel.

Na guerra actual, contrariamente a todas as expectativas, já um Estado que até há pouco gosava de grande crédito, lançou mão dêste deploravel expediente. De facto a Russia, há pouco ainda, repudiou a dívida do antigo regimen.

Os alemães, porém, ao celebrarem a paz de Brest Litowski exigiram que a Russia continuasse o serviço da dívida quanto aos seus nacionais portadores de títulos.

E os representantes das restantes potencias estrangeiras entregavam depois do govêrno ter declarado o repudio da dívida a seguinte nota aos dirigentes da Russia:

«A fin d'éviter un malentendu à l'avenir, les representants à Petrograd de toutes les puissances étrangères déclarent qu'ils considèrent les décrets au sujet de la repudiation des emprunts de l'Etat Russe, de la confiscation des propriétés de toutes sortes et d'autres moyens analogues comme sans valeur en ce qui concerne leurs nationaux et les dits représentants se réservent le droit de réclamer à l'heure voulue au gouvernement russe les dommages et interets pour toutes les pertes que ces décrets pourront apporter à leurs nationaux.»

Quem não souber como especialmente os govêrnos franceses facilitavam, por evidentes motivos políticos, a introdução de fundos russos no mercado do seu país não pode com facilidade avaliar as responsabilidades morais que recaíram sobre os dirigentes da França pelo acto do govêrno moscovita.

Urgia dominar a comoção dos possuidores dos fundos russos em França que formam legião. E para isso o govêrno pagou os coupons daqueles fundos que se iam vencendo, para mais tarde exigir da Russia organizada a indemnisação pelas despesas efectuadas.

Esperemos contudo que nenhum país siga o exemplo russo e que, ao contrário, consolidando o seu crédito, todos cumpram as obrigações assumidas.

O amanhã da guerra, constitue, como acabamos de ver, uma fase estranhamente melindrosa das finanças de todos os povos do

mundo. O sacrifício a suportar é formidável. Esperamos porém que da conjunção de todos os esforços, da associação de todas as boas vontades surja ainda uma era de desafogadas perspectivas para os povos agora em luta.

Fevereiro, 1918.

FRANCISCO MACHADO

do 4.º ano jurídico.

## OS EMPRÉSTIMOS DE GUERRA

### ALEMANHA

#### POPULAÇÃO

em 1871.....	41.000.000 habitantes
em 1914.....	67.810.000 »

#### FORTUNA NACIONAL

em 1895 (calculo Smoller).....	200 bilhões de marcos
em 1911 (calculo Helffrich).....	300 » » »

#### RENDIMENTO NACIONAL

em 1895 (calculo Smoller).....	25 » » »
em 1911 (calculo Helffrich).....	40 » » »
<i>Divida publica em 1914</i> .....	21 » » »

#### 1.º EMPRÉSTIMO DE GUERRA (10 a 19 Set. 1914).

<i>Taxa de juro</i> .....	5 0/0
<i>Emissões</i> .....	97,5
<i>Numero de subscriptores</i> .....	1.177.235

Os bons do Tesouro são reembolsaveis ao par entre 1918 e 1920.  
As obrigações são reembolsaveis ao par a partir de 1924.

<i>Rendimento do empréstimo</i> .....	4.492 milhões de marcos
---------------------------------------	-------------------------

#### 2.º EMPRÉSTIMO (27 fevereiro e 19 Março 915).

<i>Taxa de juro</i> .....	5 0/0
<i>Emissão</i> .....	98,5
<i>Numero de subscriptores</i> .....	2.691.160
<i>Rendimento</i> .....	9.060 milhões de marcos

## 3.º EMPRÉSTIMO (4 a 22 Set. 915).

<i>Taxa de juro</i> .....	5 0/0
<i>Emissão</i> .....	99
<i>Numero de subscriptores</i> .....	3.551.746

Inconvertibilidade até 1924.

<i>Rendimento</i> .....	12.101 milhões de marcos
-------------------------	--------------------------

## 4.º EMPRÉSTIMO (primavera 916).

<i>Taxa de juro</i>	
Bons do tesouro.....	4 1/2 0/0
Obrigações.....	5 0/0
<i>Emissão</i>	
Bons.....	95
Obrigações.....	98,5
<i>Numero de subscriptores</i> .....	5.279.645

Os bons são reembolsáveis de 1923 a 1932 e as obrigações a partir de 1924.

<i>Rendimento</i> .....	10.699 milhões de marcos
-------------------------	--------------------------

## 5.º EMPRÉSTIMO (outono 916).

<i>Taxa de juro</i>	
Bons.....	4 1/2 0/0
Obrigações.....	5 0/0
<i>Emissão</i>	
Bons.....	95
Obrigações.....	98
<i>Numero de subscriptores</i> .....	3.809.976
<i>Rendimento</i> .....	10.652 milhões

## 6.º EMPRÉSTIMO (primavera 917).

<i>Taxa de juro</i>	
Bons.....	4 1/2
Obrigações.....	5 0/0
<i>Emissões (bons e obrigações)</i> .....	98
<i>Numero de subscriptores</i> .....	6.762.082

As obrigações não são reembolsáveis antes de 1924.

Os bons 4 1/2 são pagáveis a partir de 1918, por tiragens trimestrais, a 110. A partir de 1927 o tesouro fica com o direito de reembolsar ao par os bons ainda não amortizados mas os portadores tem também o direito de recusar este pagamento e de reclamar a conversão dos seus bons 4 1/2 em bons de 4 0/0 reembolsa-

veis a 115. Em 1937 estes novos bons poderão novamente ser pagos ao par ou convertidos, a pedido do portador, em bons de 3 1/2 0/0 reembolsáveis por tiragens à sorte a 120. Os últimos bons 3 1/2 não podem ser reembolsados antes de 1967.

*Rendimento*..... 12.770 milhões de marcos

7.º EMPRÉSTIMO (outono 917).

*Taxa de juro*

Obrigações..... 5 0/0

Bons..... 4 1/2

*Emissão*..... 98

Mesmas condições do 6.º empréstimo.

*Rendimento*..... 12.432 milhões de marcos

FRANÇA

*População em 1911*..... 29.602.258

*Fortuna nacional* (calculo Foville)..... 220 biliões de francos

» » (calculo Thery)..... 287 » » »

» » (calculo Peret)..... 300 » » »

*Rendimento nacional*..... 30 » » »

*Divida em 1914*..... 33 » » »

1.º EMPRÉSTIMO (25 Nov. a 15 Dez. 915).

*Taxa de juro*..... 5 0/0

*Emissão*..... 88

Isenção de impostos e inconvertibilidades até 1931.

*Rendimento*..... 15.130 milhões de francos

2.º EMPRÉSTIMO (apoyado pela L. de 15 Set. 916).

*Trxa de juro*..... 5 0/0

*Emissão*..... 8,75

Mesmas garantias do mesmo empréstimo.

*Rendimento*..... 11.360

3.º EMPRÉSTIMO (26 Nov. a 16 Dez. 917).

*Taxa de juro*..... 4 0/0

*Emissão*..... 68,6

*Rendimento*..... 10 biliões de francos

O montante deste empréstimo foi previamente limitado.  
É reembolsável a partir de 1943 e isento de impostos.

## INGLATERRA

<i>População em 1912</i> .....	45.663.000 habitantes
<i>Fortuna nacional</i> .....	15 biliões £
<i>Rendimento nacional</i> .....	2.600.000.000 £
<i>Dívida em 1914</i> .....	651 milhões £

## 1.º EMPRÉSTIMO (Nov. 914).

<i>Taxa de juro</i> .....	3,5 %
<i>Emissão</i> .....	95
<i>Rendimento</i> .....	350 milhões £

Montante do empréstimo previamente limitado.  
Reembolsavel de 1925 a 1928.

## 2.º EMPRÉSTIMO (Junho 915).

<i>Taxa de juro</i> .....	4 1/2
<i>Emissão</i> .....	ao par
<i>Rendimento</i> .....	570 milhões £

O empréstimo é reembolsavel de 1925 a 1945.

## 3.º EMPRÉSTIMO (917).

<i>Taxa de juro</i> .....	4 e 5 %
<i>Emissão</i> .....	os títulos de 4 % ao par e os de 5 % a 95
<i>Rendimento</i> .....	53.031 milhões de francos

O 5 % é pagavel de 1929 a 1947 e o 4 % de 1929 a 1942. O 4 % está isento de impostos.

## ESTADOS-UNIDOS

## 1.º EMPRÉSTIMO

<i>Taxa de juro</i> .....	3 1/2
<i>Montante previamente fixado</i> .....	2 biliões de dollars
<i>Montante das subscrições</i> .....	3.035 milhões de dollars
<i>Numero de subscriptores (aproximado)</i> .....	4 milhões

## 2.º EMPRÉSTIMO (1 a 27 Nov. 917).

<i>Taxa de juro</i> .....	4 %
<i>Emissão</i> .....	ao par
<i>Numero de subscriptores (numero aproximado)</i> .....	10 milhões

Inconvertível até 1927. Isento de imposto.

<i>Montante previamente fixado</i> .....	3 bilhões de dollars
<i>Montante das subscrições</i> .....	4.617 milhões de dollars

## ITALIA

<i>População em 1914</i> .....	37 milhões de habitantes
<i>Fortuna nacional</i> .....	65 bilhões de francos
<i>Divida em 1913</i> .....	15 bilhões de francos

### 1.º EMPRÉSTIMO (Jan. 915).

<i>Taxa de juro</i> .....	4,5 %
<i>Emissão</i> .....	97

Data do reembolso 1940. Inconvertível até 1925.

<i>Rendimento</i> .....	1 bilhão de liras
-------------------------	-------------------

### 2.º EMPRÉSTIMO (Junho 915).

<i>Taxa de juro</i> .....	4,5
<i>Emissão</i> .....	95

Data do reembolso 1940. Inconvertível até 1925.

<i>Rendimento</i> .....	1.146 milhões de liras
-------------------------	------------------------

### 3.º EMPRÉSTIMO (Jan. 916).

<i>Taxa de juro</i> .....	5 %
<i>Emissão</i> .....	97,5

Isento de impostos. Inconvertível até 1926.  
Deve estar pago em 1941.

<i>Rendimento</i> .....	3.104 milhões de liras
-------------------------	------------------------

### 4.º EMPRÉSTIMO (Fev. 917).

<i>Taxa de juro</i> .....	5 %
<i>Emissão</i> .....	90

Isento de conversão até 1931. Isento de impostos.

<i>Rendimento</i> .....	3.600 milhões de liras
-------------------------	------------------------

## 5.º EMPRÉSTIMO (Jan. 918).

<i>Taxa de juro</i> ,.....	5 %
<i>Emissão</i> .....	86,5

Isenção de imposto. Inconvertível até 1931.

*Rendimento*.....

## RUSSIA

<i>População em 1911</i> .....	137 milhões de habitantes
<i>Futuro nacional</i> .....	200 biliões de francos
<i>Rendimento</i> .....	24 biliões e meio de francos
<i>Dívida em 1914</i> .....	24 biliões

Empréstimo Nov. 914, 5 %	500 milhões de rublos
» Março 915, 5 %	500 » » »
» Maio 915, 5,5 %	1.000 » » »
» Dez. 915 <sup>1</sup> , 5,5 %	1.000 » » »
» Março 916 <sup>1</sup> , 5,5 %	2.000 » » »
» Dez. 916 <sup>1</sup> , 5,5 %	3.000 » » »
» de liberdade 1917, 5 %	2.000 » » »

## BIBLIOGRAFIA CONSULTADA

ADAM — L'amortissement des dettes.

BELLET — Comment payer les frais de guerre pag. 57, 63, 105, 123 etc.

BONNARD — Finances de guerre, pag. 43 e segg.

BOUCARD ET JEZE — Elements de la science des finances pag. 318 e segg. e 344 e segg.

CABREIRA — Defeza Economica de Portugal pag. 27.

CARFBERR DE MÉDELSHEIM — Le nerf de la guerre pag. 44 e segg., 63 e segg. 99 e segg.

EINAUDI — Finanze della guerra e della opere pubbliche.

EVESQUE — Finances de guerre au XX.<sup>ieme</sup> siècle pag. 76 e segg., 111 e segg.

GIRAULT — La Politique fiscale de la France après la guerre.

HAYEM — Les Finances au service du pays pag. 90 e segg. e 249 e segg.

HUART — Finances de guerre comparées.

JÉZE — Cours élémentaire de science des finances pag. 532 e 538 e segg.

JÉZE — Finances de guerre de l'Angleterre pag. 161 e segg.

JÉZE — Finances de guerre de l'Angleterre 1.<sup>er</sup> suplement.

JÉZE — Finances de guerre de l'Italie pag. 48 e segg. e 76 e segg.

JÉZE — Finances de guerre de la France pag. 158, 206, 234 e segg.

<sup>1</sup> A curto prazo.

- JÉZE, BERTHÉLEMÍ, RIST, ROLLAND—Problemes de politique et de finances de guerre, pag. 42 e segg. e 199 e segg.
- LACHAPELLE—Nos finances pendant la guerre, pag. 117 e segg. 251 e segg.
- LAMBRINO—Finances de guerre pag. 31 e segg., 34 e segg. 46 e segg. 53 e segg.
- LIESSE—Les emprunts de guerre de l'Allemagne.
- MARNOCO E SOUSA—Tratado de sciencia de finanças pag. 193 e segg. e 212 e segg.
- NITTI— La guerra e la realtà, dell'ora presente.
- PÉRET—La population, le budget, la fortune et le dette de la France et de ses Alliés et Ennemis.
- RENARD—Repercussions économiques de la guerre actuelle sur la France pag. 403 e segg.
- RIESSER—Préparation et conduite financières de la guerre pag. 1 e segg. 107, 175 e segg.
- THÉRY—Les Problèmes Economiques de la guerre pag. e segg. 130 e segg. 154 e segg.
- ZOLLA, DANDIN DE ROUSIERS, CHAILLEY, PINOT, LIESSE—La Guerre, pag. 243 e segg.

## ARTIGOS DE REVISTAS

- ALBERTI—La Finanze della germania e la guerra in *Giornale degli Economisti* 1915.
- ARTHUR BELLO—As dividas da guerra in *Jornal do Comercio* 1917.
- BARROS QUEIROZ—A guerra e a Capacidade financeira dos Estados in *A Lucta* 1917.
- COLSON—La tache de demain in *Revue politique et parlementaire* 1915.
- DUBOIS—L'effort financier anglais in *Revue des deux mondes* 1916.
- FERNAND FRAURE—La France peut-elle payer sa vixtoire? in *Revue politique et parlementaire* 1915.
- FLORA—Le Finanze della guerra in *Riforma Sociale*, 1912.
- GIDE—L'or et le chage in *Revue d'Economie politique* 1916.
- GIDE—De la nécessité pour la France d'accroître sa productivité in *Revue d'Economie Politique* 1916.
- G. M.—L'effort financier de la France et les reglements des comptes internationaux en 1915 et 1916 in *Revue d'Economie Politique* 1917.
- ?—Les dépenses de la monarchie austro-hongrorie in *Revue d'Economie politique* 1917.
- GRIZIOTTI—La diversa pressione tributaria del prestiti e dell'imposta in *Giornale degli Economisti*—1917.
- JÉZE—Finances de guerre de la France in *Revue de science et législation financiere* 1917.
- LACHAPELLE—Le second emprunt de la défense nationale in *Revue Politique et parlementaire* 1916.
- LARIVIÈRE—A propos du futur emprunt national in *Revue politique et parlementaire* 1917.
- LANSWICK—Le budget et les finances de guerre de la Russie in *Revue politique et parlementaire* 1917.

- LEVY—La défense économique de l'Angleterre in *Revue des deux mondes* 1914.
- LEVY—La situation économique et financière de l'Allemagne après deux mois de guerre in *Revue des deux mondes* 1914.
- LEVY—Les finances françaises au début de 1915 in *Revue des deux mondes* 1915.
- LEVY—Les ressources des belligérants in *Revue des deux mondes* 1915.
- LEVY—L'emprunt national 5<sup>o</sup>/<sub>o</sub> in *Revue des deux mondes* 1915.
- LEVY—La dette française in *Revue des deux mondes* 1915.
- LEVY—Les emprunts des belligérants in *Revue des deux mondes* 1916.
- LEVY—Le crédit pendant la guerre in *Revue des deux mondes* 1916.
- LEVY—Les finances de l'Allemagne in *Revue des deux mondes* 1917.
- PANTALEONI—Fenomeni economici della guerra in *Giornale degli Economisti* 1916.
- RAFFALOVICH—L'emprunt britannique in *Journal des Economistes* 1917.
- RICARD—La conduite financière de la guerre en Allemagne in *Revue politique et parlementaire*, 1917.
- RIST—La situation financière de l'Allemagne, de l'Autriche-Hongrie et de la Turquie à la date du 30 juin 1917 in *Revue d'Economie politique* 1917.
- YVES GUYOT—Les emprunts in *Journal des Economistes* 1917.
- YVES GUYOT—Le crédit britannique et la guerre in *Journal des Economistes* 1915.
- VECCHIO—Economia e finanza di guerra in *Giornale degli Economisti* 1916.
- VIALATE—Les Etats-Unis en guerre. L'effort financier in *Revue de Sciences politiques* 1918.
- Varias noticias e artigos in *Economiste européen*, *economiste français*, *Finanza italiana*, *l'Information*, *Diario de Noticias* (crônicas econômicas e financeiras), *Revue de la Bourse et de la Banque*, *Revue Economique et financière*, etc.