

Parte 1

Capítulo 1

Origem e história da dívida pública no Brasil até 1963

Anderson Caputo Silva

1 Introdução

A história da dívida brasileira encontra-se documentada em várias obras, com enfoques e nível de agregação diversos. Pode-se encontrar, por exemplo, referências excelentes sobre a dívida no período imperial, como a obra de Carreira (1980), ou sobre a dívida externa desde sua origem até 1937, conforme Bouças (1950).

Este capítulo busca resgatar, compilar e analisar aspectos marcantes da história da dívida pública brasileira. Faz-se uso frequente de citações à literatura que trata esses temas em detalhe. Para uma melhor compreensão, as seções foram divididas por períodos históricos (Colônia, Império e República) e por tipos de dívida (interna ou externa). Portanto, mais que analisar a fundo a evolução da dívida em algum período em particular, o capítulo fornece uma visão global da rica sequência de eventos e desafios enfrentados na história da dívida pública brasileira.

Discorreremos sobre o início do processo de endividamento brasileiro interno e externo, a institucionalização da dívida e a formação de seu arcabouço legal, a criação do primeiro órgão de gestão, as características dos principais empréstimos e as dificuldades enfrentadas para fazer face ao pagamento da dívida. Em seguida, descreveremos operações de reestruturação e consolidação à luz do contexto político-econômico de cada período. Essa análise ajuda-nos a entender os desafios herdados desse longo período para a gestão da dívida pública brasileira.

A partir desta breve introdução, o capítulo está organizado em mais três seções. A segunda seção trata da dívida pública no Brasil Colônia (1500-1822). A terceira seção apresenta a história da dívida no período imperial (1822-1889) por meio de duas subseções que abordam as dívidas interna e externa. Com igual subdivisão, a quarta seção resume pouco mais de 73 anos iniciais da história da dívida interna e externa no período republicano (1889-1963). A história da dívida a partir de 1964 será assunto do próximo capítulo.

2 A dívida pública no Brasil Colônia (1500-1822)¹

A história da dívida interna brasileira tem origem ainda no período colonial, no qual, desde os séculos XVI e XVII, alguns governadores da Colônia faziam empréstimos. A exemplo do processo de endividamento em outras partes do mundo (Box 1), os empréstimos da época confundiam-se com empréstimos pessoais dos governantes. Além disso, no período colonial “tudo era desconhecido: o tamanho da dívida, a finalidade do empréstimo, as condições em que esse era feito etc.” (NETO, 1980).

¹ Referência principal: Bouças (1950).

Box 1. Origem da dívida pública

Embora seja difícil identificar a origem do endividamento público, há evidências da existência do crédito público já nos tempos da Grécia Antiga. Baleeiro (1976) cita um estudo de Xenofonte sobre as rendas de Atenas em que são mencionados empréstimos para barcos de guerra de propriedade pública.

Com o renascimento comercial dos séculos XI e XII, foram introduzidos novos hábitos de consumo de artigos de luxo influenciando o comportamento da nobreza, dos príncipes e dos reis. Os superávits financeiros, bastante comuns à época, foram sendo substituídos por seguidos déficits, por conta do aumento de despesas sem correspondente aumento de receitas. Como o aumento de impostos e a emissão de moeda eram considerados soluções difíceis ou indesejadas naquele período,* passou-se a contar com empréstimos junto aos mercadores ricos da época para o financiamento de despesas ordinárias e emergenciais, tais como aquelas associadas a guerras.

Os empréstimos da época, no entanto, eram bastante distintos do atual crédito público. Isso porque eram geralmente empréstimos pessoais do príncipe, muitas vezes representando obrigações do monarca devedor e não se transferiam a seus herdeiros ou sucessores. As taxas de juros exigidas eram consequentemente exorbitantes e, de acordo com Baleeiro (1976), as garantias exigidas chegavam a ser humilhantes. O autor cita como exemplo de garantias “desde o fio da barba sacratíssima de Sua Majestade, príncipes tomados como reféns, relíquias de santos, até o penhor da Coroa, jóias ou a vinculação de certas rendas ao serviço de juros e amortizações da dívida”.

A desvinculação entre o patrimônio do monarca e o Tesouro Público ocorreu a partir do século XVII, constituindo marco importante para a maior utilização do crédito público como meio de financiamento de despesas do governo.

* Hicks (1972) argumenta que, em função de a base tributária à época ser estreita e de a arrecadação ser ineficiente e injusta, a elevação de impostos tinha reflexo popular bastante negativo. Já a emissão de moedas era desestimulada pela restrita oferta de metais preciosos e pela situação inflacionária que criou onde foi adotada.

Fonte: Neto (1980) e Baleeiro (1976)
Elaboração: Anderson Caputo Silva

Conforme Bouças (1950), o primeiro a mandar ordenar a escrituração das finanças da Colônia foi Luiz de Vasconcelos e Souza, o “vice-rei da idade de ouro do Brasil colonial”. Apurou-se que, de 1761 a 1780, “ao invés de saldos, a escrituração oficial acusava déficits anuais superiores a 100 contos, tendo-se elevado a dívida pública, naquele último ano, a mais de 1.200 contos, provenientes de soldos e fardamentos às tropas, fornecimentos de gêneros, salários e até dinheiro de que o governo, sob promessa formal de futura restituição, se apoderara em tempos de guerra”.

Apesar desse levantamento, os compromissos devidos pela Colônia não foram liquidados até que, em 1799, “procurando atenuar já então a ameaça dum colapso econômico, D. João VI determinou o pagamento da dívida apurada, e de outras, ainda não relacionadas, por meio de apólices que vencessem juros de 5%”. Essa iniciativa marcou a fundação da dívida de Portugal no Brasil. Na mesma linha, a Carta Régia de 24 de outubro de 1800, o Alvará de 9 de maio de 1810 e o Decreto de 12 de outubro de 1811 contribuíram respectivamente para classificar todas as dívidas em legais e ilegais, considerar *dívidas antigas* todas aquelas contraídas até 1797² e estabelecer um mecanismo de amortização dessas dívidas.³ Bouças (1950) argumenta

² Requerendo que todas as dívidas fossem habilitadas no Conselho da Fazenda, com prazo de três anos para a prescrição das que não se legalizassem. Segundo Leão (2003), “verifica-se, assim, que, desde 1810, os títulos de dívidas prescreviam desde que não apresentados para habilitação em um prazo determinado (no caso, três anos) nas consolidações da dívida interna, tradição esta que irá se repetir nas consolidações de 1956, 1962, 1967”.

³ Todos os anos, entregar-se-ia aos credores 6% do valor dos seus créditos, a metade como prêmio e gratificação pela demora e o

que esse procedimento beneficiou superiormente a Colônia e serviu, “mais tarde, para provar que, no passivo dela herdado pelo Brasil independente, aquelas antigas dívidas orçavam, apenas, em 42 contos”.⁴

A despeito desses avanços, os déficits intensificaram-se entre 1808 e 1821, período no qual D. João VI se estabeleceu no Brasil com sua Corte, enquanto tropas de Napoleão ocupavam Portugal. As despesas, dentre outras, para manutenção de seus súditos e, principalmente, para subsidiar o exército português eram vultosas e os recursos para financiá-las bastante limitados, já que não se podia contar com auxílio financeiro de Portugal.

Fatos e ações marcantes para a história política, econômica e financeira do Brasil ocorreram nesse período. Destacam-se, por exemplo, a abertura dos portos em 1808 (iniciando a independência econômica), a criação do primeiro Banco do Brasil e a implantação do papel-moeda (Box 2).

Box 2. Criação do primeiro Banco do Brasil

Uma das iniciativas de D. João VI durante seu período no Brasil foi a criação do primeiro Banco do Brasil, por meio da assinatura do Alvará de 12 de outubro de 1808, seguindo sugestão do então ministro da Fazenda e da Marinha portuguesa – D. Rodrigo de Souza Coutinho.

Com autorização inicial de funcionamento por vinte anos, o Banco do Brasil entrou efetivamente em operação apenas em 11 de dezembro de 1809 – após ter seu capital mínimo subscrito (cem ações). O fundo de capital era de 1.200 contos, divididos em 1.200 ações de um conto de réis cada uma.

“O início das operações do primeiro Banco do Brasil, em 1809, pode ser considerado um marco fundamental na história monetária do Brasil e de Portugal, tanto por ter sido a primeira instituição bancária portuguesa quanto pelo fato de representar uma significativa mudança no meio circulante do Brasil através da emissão de notas bancárias” (MÜLLER; LIMA, 2007).

A criação do Banco do Brasil está intimamente ligada à necessidade da Coroa de levantar o numerário que carecia para financiar os gastos públicos crescentes. O Banco do Brasil foi o quarto banco emissor do mundo, depois do Banco da Suécia (1668), do Banco da Inglaterra (1694) e do Banco da França (1800).

(WIKIPÉDIA, http://pt.wikipedia.org/wiki/Banco_do_Brasil).

De 1810 a 1828, segundo Müller e Lima (2007), foi emitido um total de 28.866.450\$000 réis. Não surpreendentemente, verificava-se já em 23 de março de 1821 a insolvibilidade do banco ao se avaliar o balanço organizado por sua Diretoria – situação que ficaria ainda mais crítica após a partida de D. João VI com sua comitiva para Portugal, já que assim as garantias representadas pela maior parte das alfaías e das jóias da Coroa perdiam seu efeito (BOUÇAS, 1950).

Com forte oposição no Parlamento para a renovação de sua autorização de funcionamento, foi decidido em 23 de setembro de 1829 que o primeiro Banco do Brasil seria extinto em 11 de dezembro daquele ano, quando a instituição completaria vinte anos de existência.

Fonte: Müller e Lima (2007), Bouças (1950) e Wikipédia (http://pt.wikipedia.org/wiki/Banco_do_Brasil)

Elaboração: Anderson Caputo Silva

A situação financeira deixada por D. João VI quando de seu regresso a Portugal era, no entanto, realmente preocupante. Bouças (1950) fornece uma boa descrição das dificuldades enfrentadas no período

restante como amortização do capital, sem que se levasse em conta a época em que o débito fora contraído.

⁴ “Contos” ou “contos de réis” era a expressão utilizada para indicar 1 milhão de unidades de reais (ou réis), a moeda em circulação naquela época, que foi substituída pelo cruzeiro somente em 1942. Sua expressão financeira era 1:000\$000. Para maiores detalhes sobre os padrões monetários brasileiros, ver Anexo.

em que D. Pedro (filho de D. João VI) assumiu o papel de príncipe regente (Regência 1821-1822) e, posteriormente, como o primeiro imperador do Brasil independente (1822-1831). Segundo o autor:

A situação tornou-se mais crítica ao retirar-se ele (D. João VI) com sua comitiva para o Reino, pois a maior parte da moeda de ouro e de prata existente foi transferida para Lisboa na frota que conduziu o rei, ficando o Tesouro Público, na fiel expressão do ministro da Fazenda, o conselheiro Martim Francisco Ribeiro de Andrada, “sem real em seus cofres”.

Conforme o autor, até mesmo D. Pedro demonstrava sua amargura em cartas enviadas a seu pai no período anterior à Independência. Em uma, com data de 21 de setembro de 1821, mencionava: “Se V. M. me permite eu passo a expor o triste e lamentável estado a que está reduzida esta província, para que V. M. me dê as suas ordens e instruções que achar convenientes para eu com dignidade me poder desembrulhar da rede em que me vejo envolvido”.

D. Pedro relata as dificuldades para fazer face às despesas desordenadas, diante de recursos limitados: “[...] o numerário do Tesouro é só o das rendas da Província, e estas mesmas são pagas em papel; é necessário pagar tudo quanto ficou estabelecido, [...] não há dinheiro, como já ficou exposto; não sei o que hei de fazer”.

Segundo palavras de D. Pedro na mesma carta, ele havia ficado “no meio de ruínas”. Uma comissão nomeada pelo príncipe regente para avaliar o estado da Fazenda Pública determinava que a dívida passiva de D. João VI chegava a 9.870:918\$092.

Houve ainda tempo para se tomar um empréstimo, com garantia das rendas da Província do Rio de Janeiro, durante os meses que antecederam a Independência. O chamado empréstimo da Independência foi autorizado pelo Decreto de 30 de julho de 1822, no montante de 400:000\$, prazo de dez anos e juros de 6%. A destinação principal era para a “aquisição de vasos de guerra”. Com uma subscrição rápida e superior ao necessário, a demanda excedente foi subscrita posteriormente, em 27 de outubro, “para atender às despesas também maiores com a consolidação da Independência”.

3 A dívida pública no Brasil Império (1822-1889)⁵

As dificuldades financeiras enfrentadas pelo Brasil no período que antecedeu à sua independência, aliadas às demandas naturais para a consolidação de um país em seus primeiros anos de independência, formavam um contexto desafiador. Diante desses problemas, a história da dívida pública brasileira no Império tornou-se rica em vários aspectos: criou-se a primeira agência de administração da dívida pública, institucionalizou-se a dívida interna, os mecanismos e os instrumentos de financiamento foram ampliados e realizaram-se operações de reestruturação de dívida (as chamadas operações de gestão de passivo), que em muito se assemelham a operações feitas nos tempos atuais.

Além disso, conforme mencionaremos em vários pontos nesta seção, a evolução da dívida (interna e externa) no Brasil Imperial guarda estreita relação com uma série de fatores político-econômicos que caracterizam a história financeira no Império. De forma ampla, essa história poderia ser dividida em dois períodos: o primeiro,

⁵ O período imperial brasileiro constituiu-se de dois reinados: i) o de D. Pedro I (1822-1831); e o de D. Pedro II (1831-1889). Este último deu início ao período regencial, que perdurou até a proclamação da maioria de D. Pedro II pelo Poder Legislativo em 23 de julho de 1840, quando este tinha 15 anos incompletos. O reinado pessoal de D. Pedro II se estendeu, portanto, de 1840 até o advento da República, em 15 de novembro de 1889.

de 1822 a 1850 – um período áspero “de embates e consolidação”; e o segundo, que se estende de 1850 a 1889 (República) – um período “sobretudo de construção” (BOUÇAS, 1950).

A despeito das dificuldades, as finanças públicas brasileiras ocuparam posição de destaque entre as nações latino-americanas no século XIX, pelo sucesso com o qual o país foi capaz de emitir dívidas⁶ e de consistentemente honrar seus compromissos externos, enquanto seus vizinhos não o faziam (SUMMERHILL, 2008).⁷ O mesmo autor destaca, ainda, o não menos expressivo sucesso brasileiro na emissão de montantes elevados de dívida interna de longo prazo em moeda local em uma mesma época em que os demais países latino-americanos se encontravam em *default* com seus credores domésticos.⁸

3.1 A dívida pública interna no Império⁹

A história da dívida pública interna no Brasil Imperial ganha proeminência a partir da iniciativa do imperador D. Pedro I de designar, em 20 de setembro de 1825, por meio de decreto, uma comissão para promover a apuração e a institucionalização da dívida pública interna no Brasil. “Pela primeira vez na história do país executava-se uma medida com a finalidade de institucionalizar a dívida pública interna, dar-lhe caráter de dívida nacional, pela qual toda a Nação é responsável, desvinculando-a do caráter de dívida pessoal do governante” (NETO, 1980).

3.1.1 “A pedra fundamental do crédito público no Brasil” (Lei de 15 de novembro de 1827)

Com base no trabalho dessa comissão, foi expedida a Lei de 15 de novembro de 1827, que estabeleceu, de forma abrangente, o arcabouço legal básico para a política de endividamento no Brasil. Esta lei,¹⁰ considerada por muitos a pedra fundamental do crédito público no Brasil,¹¹ sofreu poucas alterações até a criação do Banco Central, quase 140 anos depois.

A nova lei, em seus 75 artigos, distribuídos em quatro Títulos, dentre outros: i) reconhece dívidas passadas até 1826 (à exceção daquelas que se achavam prescritas pelo Alvará de 9 de maio de 1810); ii) estabelece regras para a inscrição de todas as dívidas reconhecidas, via registro no Grande Livro da Dívida do Brasil, e, no caso de dívidas provinciais, no respectivo Livro Auxiliar do Grande Livro, “rubricado e encerrado pelo presidente da província respectiva” (art. 5º) – estes livros foram instituídos e criados também por esta lei; iii) trata da “fundação” da dívida pública – já lançando os primeiros títulos da dívida interna

⁶ Segundo Cardoso e Dornbusch (1989), a história do Império brasileiro é de déficits financiados por empréstimos domésticos e externos. Os autores mencionam o relatório do ministro Ouro Preto sobre a situação do orçamento no momento da Proclamação da República, o qual demonstrava que apenas 30% dos gastos totais do Império haviam, de fato, sido cobertos por impostos e outras receitas. Todo o resto foi financiado via emissão de dívidas.

⁷ De fato, já em 1825, à exceção do Brasil, todas as nações recém-independentes da América Latina já haviam aplicado *default*, eventos que se repetiram seguidas vezes no século XIX (DAWSON, 1990; MARICHAL, 1989).

⁸ Summerhill (2008) destaca em sua obra que esta história de sucesso no período imperial brasileiro esteve ligada a mudanças institucionais (notadamente pela Constituição de 1824). A divisão de poderes com o Parlamento, por exemplo, eliminou a habilidade de o imperador unilateralmente tributar, gastar, adquirir empréstimos ou fazer um *default*.

⁹ Referências principais desta subseção: Carreira (1980), Leão (2003) e Neto (1980).

¹⁰ Conforme Leão (2003), a Lei de 1827 “segue a tradição da história financeira inglesa”. Em 1715, o rei Jorge III mandou consolidar a dívida pública inglesa e determinou que as dívidas deveriam ser inscritas em um livro (*Great Ledger*) no Banco da Inglaterra.

¹¹ Neto (1980) menciona como exemplo o analista C. J. de Assis Ribeiro.

fundada, no montante de 12 mil contos de réis (inscrita automaticamente no Grande Livro); e iv) cria o primeiro órgão responsável pela administração da dívida pública interna e externa (Box 3).

Box 3. Caixa de Amortização – a primeira instituição para administração da dívida pública

A criação da Caixa de Amortização representou um dos principais avanços históricos trazidos pela Lei de 15 de novembro de 1827. É interessante notar o nível de detalhamento dispensado pela lei com relação ao arranjo institucional e aos procedimentos de funcionamento do novo órgão. A lei estipulou até mesmo os ordenados anuais de seus membros e destinou praticamente metade de seus artigos (36 dos 75) ao seu Título IV – Da Caixa de Amortização.

Dois aspectos merecem destaque: i) a independência da caixa do Tesouro Público; e ii) os procedimentos de controle, prestação de contas e transparência da gestão do órgão.

A administração da caixa era feita por uma junta independente do Tesouro Público e composta do ministro e do secretário dos negócios da Fazenda, como presidente, de cinco capitalistas nacionais e da Inspetoria-Geral da caixa (art. 41).^{*} O arranjo institucional previsto na lei em direção a uma estrutura de gestão de dívida mais autônoma antecipa um debate que ressurgiria bem além do seu tempo. Nesse sentido, embora atualmente já possamos considerar como consolidada a separação entre a gestão das políticas monetária e fiscal, ainda não é frequente a desvinculação entre a gestão da dívida pública e esta última, sendo diversas as práticas internacionais.^{**}

A lei chega a estabelecer aspectos de controle bastante restritos (tais como a determinação de que “o cofre da Caixa de Amortização terá três chaves, uma das quais será guardada pelo inspetor-geral e as outras pelo contador e pelo tesoureiro [...] igual número de chaves terá o cofre de cada uma caixa filial [...] Nunca se abrirá cofre algum sem que estejam presentes os três claviculários”. A lei também incluía exigências de transparência e prestação de contas em linha com melhores práticas internacionais atuais. Destacam-se a obrigação de apresentação anual pela junta do balanço geral da Caixa à Câmara dos Deputados e a publicação de seis em seis meses pela imprensa de todas as operações da Caixa e de suas filiais.

A Caixa de Amortização deixou de ser responsável pela administração do meio circulante em 1945, com a criação da Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc), embrião do futuro Banco Central. Em 1967, todas as atribuições da Caixa de Amortização da Dívida foram transferidas para o Banco Central do Brasil. Extingue-se, assim, uma instituição que administrou a dívida interna e externa federal por 140 anos, sem que, nas pesquisas efetuadas, tenha sido encontrado qualquer registro de escândalo (LEÃO, 2003).

^{*} Caixas filiais eram criadas nas províncias do Império em que houvesse emissão de apólices. Essas filiais eram administradas por uma junta composta do presidente da província, do tesoureiro-geral e do escrivão da junta da Fazenda (arts. 52 e 53).

^{**}Ver Wheeler (2004).

Fonte: Lei de 15 de novembro de 1827; Carreira (1980); Neto (1980) e Leão (2003)

Elaboração: Anderson Caputo Silva

3.1.2 Origem e evolução da dívida interna fundada no Brasil Império

É por intermédio da Lei de 15 de novembro de 1827 que os pilares básicos para o registro e o controle de novas dívidas, bem como de sua administração, são estabelecidos. E é também a partir dessa lei que se inicia a história da dívida interna fundada – via emissão de 12 mil contos de réis (art. 19).

A evolução da dívida interna fundada no Brasil Imperial e seu impacto no orçamento são bem retratados por Leão (2003), conforme Tabelas 1 e 2. A Tabela 1 subdivide o processo de endividamento interno em quatro

subperíodos que se seguem à primeira emissão de 1827. A Tabela 2 permite analisar a evolução do serviço da dívida interna, bem como seu peso relativo, por vezes superior, ao serviço da dívida externa. Esses dados ilustram a importância do endividamento interno no período imperial.

Tabela 1. Evolução da dívida interna fundada no Império
(em contos de réis)

Período	Emissão	Resgate	Saldo
1827	12.000	-	12.000
1828-1840	23.500	3.800	31.700
1841-1860	32.000	-	63.700
1861-1880	340.000	-	403.700
1881-1889	46.000	11.300	435.500

Fonte: Leis do Império do Brasil – Rio de Janeiro: Tipographia Nacional (reproduzida de Leão (2003))

Tabela 2. Serviços da dívida interna e externa nos orçamentos brasileiros 1828-1889
(em contos de réis)

Serviço da dívida				
Lei nº	Data	Orçamento	Externa	Interna
	08/10/1828	1829	1.178	381
	15/12/1830	1831/32	856	1.003
	15/11/1831	1832/33	2.988	1.046
	24/10/1832	1833/34	2.425	1.241
58	08/10/1833	1834/35	1.640	1.529
38	03/10/1834	1835/36	480	1.348
99	31/10/1835	1836/37	2.125	1.500
70	22/10/1836	1837/38	2.111	1.490
106	11/10/1837	1838/39	2.069	1.600
60	20/10/1838	1839/40	2.055	1.970
108	26/10/1840	1840/41	2.168	2.170
243	30/11/1841	1842/43	3.020	3.120
317	21/10/1843	1843/44	3.088	2.449

Serviço da dívida				
Lei nº	Data	Orçamento	Externa	Interna
369	18/09/1845	1845/46	3.026	3.909
396	02/09/1846	1847/47 e 47/48	3.026	3.473
514	28/10/1848	1849/50	2.797	3.391
555	15/06/1850	1850/51	2.798	3.479
668	11/09/1852	1853/54	4.213	3.447
719	28/09/1853	1854/55	3.823	3.447
779	06/09/1854	1855/56	3.823	3.462
840	15/09/1855	1856/57	3.823	3.461
884	01/10/1856	1857/58	3.787	3.461
939	26/09/1857	1858/59	3.787	3.460
1.040	14/09/1859	159/60	3.787	3.460
1.114	27/09/1860	1861/62	3.648	3.460
1.177	09/09/1862	1863/64	3.683	4.174
1245	28/06/1865	1865/66	3.646	4.817
1507	26/09/1867	1867/68 e 68/69	8.277	6.338
1836	27/09/70	1871/72	8.056	15.785
2670	20/10/1875	1876/77	12.535	17.551
2940	31/10/1879	1879/80 e 80/81	14.374	24.904
3017	05/11/1880	1881/82	12.499	26.338
3141	30/10/1882	1882/83 e 83/84	20.887	20.276
3349	20/10/1887	1888	22.383	19.090

Fonte: Coleção das Leis do Império do Brasil. Rio de Janeiro: Tipographia Nacional (reproduzida de Leão, 2003)

Os períodos apresentados na Tabela 1 demonstram uma dinâmica de endividamento intrinsecamente ligada à evolução socioeconômica do Brasil Imperial. Observa-se, por exemplo, o grande aumento da dívida nas décadas de 1860 e 1870 (mais detalhadas a seguir), bem como longos períodos de resgates suspensos da dívida, indicando as dificuldades financeiras vividas pelo Império.

O período entre 1827 e 1839 foi marcado por emissões de títulos com destinação quase exclusiva à cobertura de déficits e de despesas com pacificações de províncias. Porém, as primeiras dificuldades financeiras para sustentar o serviço de amortizações começaram a surgir e em 23 de outubro de 1839, por intermédio da Lei nº 91, o resgate dos títulos em circulação foi suspenso.

A interrupção das amortizações não impediu, contudo, que novos títulos fossem emitidos. É bem verdade que as dificuldades para a colocação de papéis aumentou, especialmente entre 1840 e 1860, o que se refletiu

no aumento dos deságios, que passaram a ser de 35%. Apesar disso, as emissões nesse período alcançaram 32 mil contos de réis, e os recursos delas provenientes foram utilizados para finalidades diversas, desde a cobertura de déficits até o pagamento do dote e do enxoval da princesa de Joinville.¹²

As condições de financiamento começaram a melhorar a partir da década de 1860, e as emissões no período entre 1861-1880 cresceram de forma nunca antes vista. Não surpreendentemente, o serviço da dívida interna no orçamento também aumentou abruptamente nessas duas décadas (Tabela 2). Embora as despesas a serem financiadas permanecessem diversas, incluindo o casamento das princesas D. Isabel e D. Leopoldina, o maior peso (mais de 80% dos 340 mil contos de réis emitidos) vinha definitivamente das despesas de guerra e daquelas para a cobertura de déficits que acumularam, respectivamente, 150 mil e 130 mil contos de réis.

Já no período entre 1881-1889, destaca-se uma expressiva operação de administração de passivo. Embora as amortizações continuassem suspensas, o elevado montante de emissões tornou bastante significativas as despesas anuais com o pagamento de juros da dívida interna, alcançando, em 1884, 21% da receita orçamentária. Uma solução para reduzir tais despesas foi permitir que, de forma facultativa, fossem convertidos títulos que pagavam juros de 6% a.a. por outros que pagassem juros de 5% a.a. (Lei nº 3.229, de 3 de setembro de 1884). Essa estratégia foi realizada com sucesso em 1886, propiciando uma economia anual de juros de 3.294 contos de réis.¹³

O Brasil terminava assim o período imperial com uma dívida interna relativamente elevada. Conforme Leão (2003), ao final do Império a dívida interna fundada federal era de 435.500 contos de réis, contra uma dívida externa de 270 mil contos de réis. A evolução do endividamento externo no Brasil Imperial é o tópico da próxima subseção.

3.2 A dívida pública externa no Império¹⁴

A história da dívida externa brasileira remonta aos primeiros anos do Império.¹⁵ Ao todo, foram contraídos 15 empréstimos entre 1824 e 1888. Além disso, por conta da Convenção Secreta Adicional ao Tratado de 29 de agosto de 1825, o Brasil assumiu a responsabilidade pelo empréstimo contraído por Portugal em 1823 no valor de £ 1.400.000 (BOUÇAS, 1950), e, em outubro de 1889, já próximo à Proclamação da República, houve uma vultosa operação de conversão, descrita em maiores detalhes a seguir. A Tabela 3 ilustra as características dos 15 empréstimos mencionados.

¹² D. Francisca de Bragança, quarta filha do imperador D. Pedro I e da imperatriz D. Maria Leopoldina.

¹³ Segundo Leão (2003), Belisário Soares de Souza, então ministro da Fazenda, “apesar das agressões, insultos e intimidações, conduziu a operação com a máxima cautela, discrição e eficiência [...] Em primeiro lugar, autorizou o fundo de amortização a comprar todos os títulos que fossem oferecidos ao par, o que fez a cotação dos títulos subir. Quando estes se firmaram acima do par, o que fez o rendimento deles se aproximar de 5%, utilizou-se da faculdade legislativa e fez a conversão em 1886 (Decreto nº 9.581, de 17/04/1886)”.

¹⁴ Referências principais desta subseção: Bouças (1950) e Carreira (1980).

¹⁵ Conforme Abreu (1999), “a dívida externa brasileira caracteriza-se pela ocorrência de dois longos ciclos de endividamento, seguidos, nos dois casos, de moratórias, renegociações temporárias e acordos permanentes”. Os anos do Império se enquadram no que o autor denomina primeiro ciclo, que se estende de 1824 até o acordo permanente de 1943 (enquanto o segundo se inicia em meados da década de 1960, indo até a conclusão das negociações do Plano Brady em 1994).

Tabela 3. História financeira do Brasil

Tabela das diversas condições dos empréstimos levantados pelo Brasil em Londres, desde o ano de 1824

Empréstimos	Datas dos contratos**	Preço de emissão	Comissão e outras despesas da negociação	Valor geral em £	Valor nominal em £	Número de prestações	Prazo de prestações	Desconto pelo adiantamento das prestações	Taxa de juros
De 1824	13 de agosto	75%	1%	1.000.000	1.333.300	12	12 meses	-	5%
	12 de janeiro/25	85%	1%	2.000.000	2.352.000	12	12 meses	-	5%
De 1829	3 de julho	52%	2%	400.000	739.500	12	12 meses	-	5%
De 1839	5 de fevereiro	76%	-	312.500	411.200	-	-	-	5%
De 1843	11 de janeiro	85%	-	622.702	732.000	1	-	-	5%
De 1852	27 de julho	95%	3%	954.250	1.010.000	1	-	-	4 ½%
De 1858	19 de maio	95 ½%	2 ¼%	1.425.000	1.523.500	4	6 meses	-	4 ½%
De 1859	23 de fevereiro	100%	2%	508.000	508.000	1	-	-	5%
De 1860	16 de março	90%	2 1/8%	1.210.000	1.373.000	4	5 meses	-	4 ½%
De 1863	7 de outubro	88%	2 5/8	3.300.000	3.855.300	5	5 meses	-	4 ½%
De 1865	12 de setembro	74%	21 1/16%	5.000.000	6.963.600	7	12 meses	5%	5%
De 1871	23 de fevereiro	89%	2 ½%	3.000.000	3.459.000	5	6 meses	5%	5%
De 1875	18 de janeiro	96 ½%	2 ¼%	5.000.000	5.301.200	7	10 meses	5%	5%
De 1883	23 de janeiro	89%	2 ¼%	4.000.000	4.599.600	5	10 meses	4 ½%	4 ½%
De 1886	26 de fevereiro	95%	1 ¼%	6.000.000	6.431.000	5	6 meses	5%	5%
De 1888	-	97%	1 ¼%	6.000.000	6.297.300	-	-	5%	4 ½%

Taxa de amortização	Taxa do primeiro pagamento dos juros	Data do primeiro pagamento da amortização	Comissão pelo pagamento dos juros	Por sorteio	Por compra	Sistema de amortização	Prazo de extinção
1%	1 de outubro de 1824	1 de janeiro de 1825	1%	-	1/8 %	Compra ou sorteio	30 anos
1%	1 de outubro de 1824	1 de janeiro de 1825	1%	-	1/8 %	Idem	30 anos
1%	1 de outubro de 1829	1 de janeiro de 1830	1%	-	1/8 %	Idem	30 anos
1%	1 de abril de 1839	1 de janeiro de 1840	1%	½%	1/8 %	Idem	30 anos
Não fixada	1 de junho de 1843	1 de janeiro de 1844	1%	½%	1/8 %	Idem	20 anos
1%	1 de julho de 1853	1 de dezembro de 1853	1%	½%	-	Idem	30 anos
1.19.0%	1 de dezembro de 1858	1 de dezembro de 1858	1%	½%	1/8 %	Idem	20 anos

Taxa de amortização	Taxa do primeiro pagamento dos juros	Data do primeiro pagamento da amortização	Comissão pelo pagamento dos juros	Por sorteio	Por compra	Sistema de amortização	Prazo de extinção
1%	1 de outubro de 1859	1 de outubro de 1859	1%	½%	1/8 %	Idem	30 anos
1.13.0%	1 de junho de 1860	1 de outubro de 1860	1%	½%	1/8 %	Idem	30 anos
1.13.0%	1 de abril de 1864	1 de outubro de 1864	1%	½%	1/8%	Idem	30 anos
1%	1 de marco de 1866	1 de marcode 1867	1%	½%	1/8 %	Sorteio ao par	37 anos
1%	1 de agosto de 1871	1 de fevereiro de 1873	1%	½%	1/8 %	Compra ou sorteio	38 anos
	1 de julho de 1875						(cálculo)
1%	1 de junho de 1883	1 de julho de 1877	1%	½%	1/8 %	Idem	38 anos
1%	1 de julho de 1886	1 de junho de 1884	1%	½%	1/8 %	Idem	38 anos
1%	-	1 de julho de 1887	1%	½%	1/8 %	Idem	-
1%	-	-	1%	½%	1/8%	Idem	-

Fonte: Carreira (1980)

Obs.: a data da segunda etapa do empréstimo de 1824 foi ajustada. na tabela original constava 7 de setembro de 1824. De acordo com o estudo de Carreira (1980) e de Bouças (1950), a data seria 12 de janeiro de 1825. (Qualquer erro é de responsabilidade do autor deste capítulo.)

Nota-se que o empréstimo de 1824 foi realizado em duas etapas e com banqueiros diferentes.¹⁶ É interessante observar também que todos os empréstimos foram contraídos em libras, sendo a grande maioria por intermédio da casa dos Srs. Rothschild & Sons ou de seus representantes. Empréstimos em outras moedas só viriam a se tornar mais comuns na época da República, começando por empréstimos em francos franceses em 1905 e ganhando força com outros em dólares norte-americanos a partir da década de 1930.¹⁷

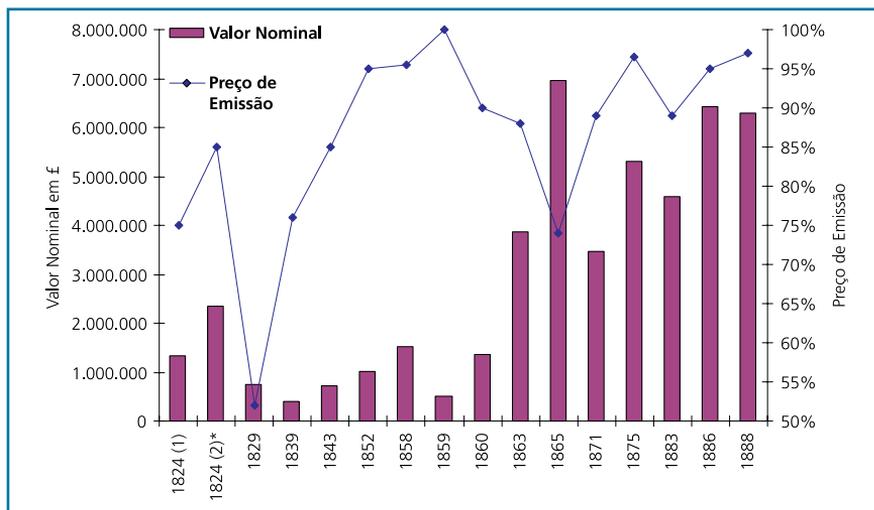
A evolução do endividamento externo guarda estreita semelhança com a da dívida interna, apresentada anteriormente. Intimamente ligadas ao cenário socioeconômico do país no período, ambas exibem, por exemplo, crescimento expressivo nas décadas de 1860 e 1870. Uma forma de descrever essa evolução seria subdividi-la entre os dois períodos da história financeira brasileira no Império, já destacados por Bouças (1950), quais sejam: i) período áspero (1822-1850); e ii) período de construção (1850-1889).¹⁸ O Gráfico 1 ilustra essa evolução, destacando os volumes e os preços de emissão dos empréstimos em cada um desses períodos.

¹⁶ A primeira parte de £ 1.000.000 foi contraída com os banqueiros Bazeth, Farquhar, Crawford & Co., Fletcher, Alexander & Co., Thomas Wilson & Co.; enquanto a segunda parte, de £ 2.000.000, foi contratada com a casa Nathan Mayer Rothschild.

¹⁷ Abreu (1988) apresenta uma descrição dos empréstimos por moedas, classificando-os em três categorias: libras, dólares americanos e outras. Também classifica empréstimos em nível federal, estadual e municipal. A dívida pública externa no período imperial era composta quase exclusivamente por empréstimos federais. Estados e municípios começam a se endividar somente a partir de meados da década de 1880.

¹⁸ Nota-se também que, dentre os 15 empréstimos, dois (além da assunção da dívida portuguesa pela Convenção Secreta de 1825) foram no Primeiro Reinado; um durante o período da Regência no Segundo Reinado; e os 12 restantes no governo de D. Pedro II, no Segundo Reinado.

Gráfico 1. Empréstimos externos no Império



Fonte: Carreira (1980). Dados da Tabela 3
Elaboração: Anderson Caputo Silva

Em termos gerais, verifica-se melhoria nas condições contratuais a partir do período de crescimento, ou de “construção”, iniciado em 1850 (o preço da emissão de 1852 alcançou 95%). Observa-se, também, aumento expressivo no volume de emissões na década de 1860 (influenciado sobremaneira pelas despesas com a Guerra do Paraguai¹⁹ e pela percepção mais favorável do crédito brasileiro no exterior).

Os empréstimos realizados durante o período áspero “de embates e consolidação” (1822-1850) iniciaram-se com o chamado “primeiro empréstimo externo da Independência” em 1824-1825, sob o pretexto de acudir a crítica situação na qual se encontravam as finanças do Império, impossibilitadas de fazer face às despesas urgentes e extraordinárias com defesa, segurança e estabilidade (BOUÇAS, 1950). A crise financeira continuou, e veio o empréstimo de 1829. Influenciado pelas condições precárias do Tesouro Público²⁰ e pela bancarrota de países sul-americanos que haviam contraído empréstimos externos, esse empréstimo passou à história com o nome de *ruinoso*, devido a suas condições significativamente desfavoráveis (BOUÇAS, 1950). De fato, esse talvez seja o primeiro exemplo histórico de “efeito contágio” sobre as condições de financiamento da dívida brasileira, algo que se tornou bastante comum em vários períodos de nossa história, sobretudo para o lançamento de bônus soberanos de economias emergentes no mercado internacional.

Os empréstimos de 1839 (o único durante a Regência) e de 1843 (nos primeiros anos de governo de D. Pedro II) completam a lista daqueles contraídos antes do período de “construção”, iniciado em 1850. Enquanto o primeiro foi realizado para satisfazer os déficits dos Ministérios da Fazenda, Marinha e Guerra,²¹

¹⁹ Com efeito temporário negativo sobre as cotações dos títulos brasileiros.

²⁰ D. Pedro I, na fala do trono de 2 de abril de 1829, dizia: “Claro é a todas as luzes o estado miserável, a que se acha o tesouro público e muito sinto prognosticar que, se nesta sessão extraordinária e no decurso da ordinária, a assembléia, a despeito das minhas tão reiteradas recomendações, não arranja um negócio de tanta monta, desastroso deve ser o futuro que nos aguarda” (BOUÇAS, 1950).

²¹ O período da Regência foi marcado por diversos conflitos políticos em diversas províncias (Pará, Maranhão, Pernambuco, Alagoas, Bahia e Rio Grande do Sul), abalando profundamente as finanças do país.

o segundo foi motivado pela Convenção de 22 de julho de 1842, que ratificou ajustes de contas entre Brasil e Portugal, em conformidade ao Tratado de 29 de agosto de 1825 (CARREIRA, 1980).

O chamado período de “construção” (1850-1889) comporta, portanto, a maioria dos empréstimos da época imperial brasileira, ou seja: 11 do total de 15 empréstimos externos. Cumpre destacar aqueles contraídos em 1852, 1859 e 1865. O primeiro empréstimo (1852) marca o início dessa nova fase, sendo o primeiro de nossa história com juros inferiores a 5%. O segundo (1859) representou uma operação de troca, ao par, justamente dos papéis remanescentes daquele empréstimo de 1829, caracterizado como *ruinoso*. Aos investidores foi dada a opção de receber o pagamento em dinheiro ou em novos títulos. A percepção do país era tão positiva naquele momento que mais de 90% dos papéis foram trocados. Finalmente, o terceiro (1865) foi marcante por seu elevado volume (£ 6.963.600) para financiar “serviços extraordinários do Império”, sobretudo aqueles por conta da Guerra do Paraguai. Observa-se que as condições desse empréstimo são inferiores às que vinham sendo alcançadas (preço de emissão a 74% e juros de 5%), não só em virtude da guerra, mas também por conta de uma crise internacional que afetava os mercados financeiros.²²

Em outubro de 1889, diante de uma situação favorável das finanças e sob o comando do visconde de Ouro Preto como ministro da Fazenda, o governo lançou uma megaoperação no valor de £ 19.837.000 de conversão de débitos antigos com juros de 5% por um novo e único empréstimo com juros de 4% e prazos mais dilatados (56 anos). Essa operação de reestruturação de passivos, negociada com os banqueiros Rothschild, foi considerada um grande sucesso. Além de uniformizar quase toda a dívida em um único nível de juros e cronograma de pagamentos, a operação conduziu a uma economia anual de £ 437.985 em quotas de juros e amortização.

Chegava o Brasil ao período republicano “com a longa lista de empréstimos externos realizados no regime passado já quase resgatada [...]”. Deles, a República achou em circulação os de 1883, 1888 e 1889, nos valores respectivos de £ 4.248.600, £ 6.265.900 e £ 19.837.000. O capital inicial dos empréstimos externos do Império, resgatados ou não, elevou-se a £ 68.191.900, ou 640.913 contos de réis em dinheiro brasileiro, segundo a taxa cambial média dos anos em que foram realizados. A soma dos empréstimos resgatados foi de £ 37.458.000²³ (BOUÇAS, 1950).

4 A dívida pública no Brasil República (1889-1963)

Os 74 anos iniciais de história da dívida pública brasileira no período republicano descritos nesta seção são marcados por vários eventos que nos ajudam a entender as características dessa dívida nos dias atuais. Enquanto, sob o aspecto institucional, a gestão da dívida pública, ainda sob a tutela da Caixa de Administração, gozou de relativa estabilidade, o período foi marcado por dificuldades de financiamento interno e externo e reestruturações.

²² “A depressão no mercado de títulos era geral: os egípcios de 7% estavam cotados a 95; os italianos e os turcos de 5% permaneciam a 65 e 70, enquanto os títulos norte-americanos, do mesmo juro, ainda não haviam conseguido cotação superior a 68” (BOUÇAS, 1950). Para maior compreensão do relato, quando o autor cita “estavam cotados a 95”, quer dizer que os títulos eram negociados em mercado a 95% do seu valor de face, ou seja, exigindo retorno superior à taxa de juros contratualmente acordada. Nesse sentido, quanto menor o percentual, maior o desconto.

²³ Segundo Carreira (1980), a receita arrecadada pelo Tesouro Nacional durante o antigo regime, nela incluídas a ordinária e a extraordinária, não passou de 3.738.383 contos, tendo sido realizada a despesa de 4.496.565 contos, de onde resultou o déficit total de 758.182 contos.

4.1 A dívida pública interna na República (até 1963)²⁴

Apesar da expressiva operação de administração de passivo ao final do período imperial, em que foram convertidos títulos que pagavam 6% a.a. de juros por outros de 5% (subseção 3.1), a gestão da dívida interna nos primeiros anos da República passava por grandes dificuldades. Em primeiro lugar, o longo período de suspensão do resgate dos títulos em circulação (1839-1889) afetava sua credibilidade. Um segundo problema era a elevada fragmentação da dívida, devido à grande diversidade de instrumentos com prazos e taxas de juros distintos. Por fim, todos os títulos em circulação ainda eram nominativos, e suas transferências, burocraticamente complicadas. Estes dois últimos pontos dificultavam a negociação e a liquidez da dívida interna.

Rui Barbosa, primeiro ministro da Fazenda da República, tentou regularizar o resgate dos títulos e instituir a emissão de títulos ao portador. Contudo, essa regularização durou pouco, sendo interrompida logo após sua saída, em janeiro de 1891. Quanto à emissão de títulos ao portador, o primeiro lançamento do tipo só foi possível em 1903,²⁵ ou seja, após a consolidação de 1902 descrita a seguir. Mesmo assim, esse mecanismo só viria a ser utilizado novamente a partir de 1917.²⁶

A consolidação de 1902 tentou resolver o problema de alta fragmentação da dívida – e foi bem-sucedida, ao menos inicialmente. A quase totalidade dos títulos em circulação foi trocada por novos títulos, todos nominativos, no valor de 529.750 contos de réis, que renderiam juros de 5% a.a.²⁷ Contudo, o efeito dessa uniformização também não durou muito. Entre 1902 e 1956 (ano de nova consolidação), 145 autorizações para emissão de títulos foram expedidas com elevada falta de padronização nas características desses empréstimos. As taxas de juros, por exemplo, variavam de 3% a 7% a.a.

Esses novos empréstimos possuíam finalidades diversas: cobertura de déficits orçamentários; recolhimento de papel-moeda; financiamento de obras específicas; aquisição de ativos fixos ou empresas; e pagamento de empréstimos compulsórios, dentre outras. Esta última finalidade cumpriu papel fundamental na política de financiamento da República, especialmente por intermédio do lançamento das obrigações de guerra,²⁸ a partir de 1942, que influenciaram sobremaneira a evolução do estoque da Dívida Interna Fundada (Gráfico 2).

²⁴ Referências principais desta subseção: Andima (1994), Leão (2003) e Neto (1980).

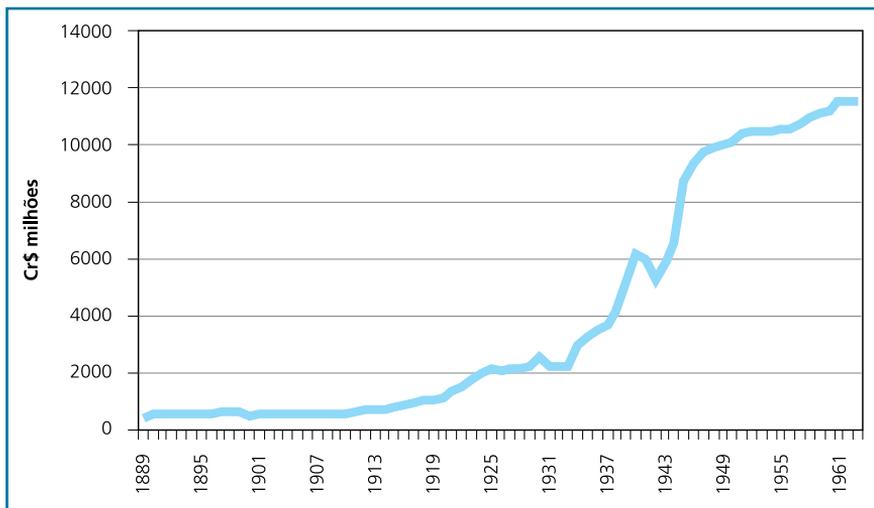
²⁵ Este lançamento foi realizado para atender a obras no porto do Rio de Janeiro.

²⁶ Neste mesmo ano, regulamentou-se também a possibilidade de substituir títulos nominativos por títulos ao portador (Lei nº 3.232, de 15/01/1917).

²⁷ “Os poucos títulos que não foram trocados (menos de 1%) perderam sua validade legal e prescreveram em cinco anos, ou seja, em 31 de dezembro de 1907, conforme dispunha o Decreto nº 857, de 12 de novembro de 1851” (LEÃO, 2003).

²⁸ “As obrigações de guerra foram subscritas por empréstimo compulsório incidente sobre 3% do salário das pessoas físicas a ser recolhido pelo empregador e de importância igual ao imposto de renda a pagar dos contribuintes, pessoas físicas e jurídicas, para subscrição de obrigações de guerra, até o limite global de 3 milhões de contos de réis. Os comprovantes do recolhimento seriam trocados por obrigações de guerra. Estas também poderiam ser subscritas voluntariamente, o que foi feito por muitas pessoas para escaparem da pecha de serem considerados simpatizantes do eixo” (LEÃO, 2003).

Gráfico 2. Saldo em circulação de apólices e obrigações, 1889-1963



Fonte: Andima (1994)²⁹

Observa-se que o total de títulos públicos em circulação cresceu praticamente 100% no período de 1942-1949, principalmente por conta de emissões de subscrição compulsória, e manteve-se relativamente constante até o final de 1963. De fato, a taxa de crescimento nominal no período 1950-1963 foi de apenas 1% a.a. (ANDIMA, 1994). Algumas tentativas de lançamento de títulos de forma voluntária a partir de meados da década de 1940 foram frustradas,³⁰ e a única emissão relevante no período foram as subscrições compulsórias de Obrigações de Reparelhamento Econômico, a partir de 1958.³¹

O recurso do governo à colocação de títulos de forma compulsória representava prova da situação difícil do crédito público no Brasil, após anos seguidos sem pagar os juros e resgatar os títulos em circulação. Além disso, a inflação crescente tornava insuficientes os juros pagos sobre as apólices da dívida (normalmente entre 5% e 7%), gerando rendimentos reais negativos e reduzindo a demanda por esses títulos.

A estagnação da emissão voluntária de títulos públicos tornava mais complicado o financiamento dos déficits orçamentários crescentes, especialmente a partir de meados da década de 1950. Não dispondo do crédito público e nem sendo capaz de aumentar a carga tributária, o governo financiou a quase totalidade de seus déficits via emissão de moeda, aumentando as pressões inflacionárias (NETO, 1980).

²⁹ Valores demonstrados em Cr\$ milhões (padrão monetário vigente de 01/11/1942 a 12/02/1967), conforme Leão (2003). O Anexo 1 apresenta um sumário dos padrões monetários brasileiros.

³⁰ Por exemplo, o governo tentou, sem êxito, emitir 6 bilhões de títulos em 1959 e 140 bilhões em 1962 para financiar o déficit público (LEÃO, 2003).

³¹ A Lei nº 1.474, de 26/11/1951, criou um empréstimo compulsório, sob a forma de adicional do imposto de renda, a ser recolhido nos exercícios de 1952 a 1956 (a seguir prorrogada por mais dez exercícios pela Lei nº 2.973, de 26/11/1956), para formar um Fundo de Reparelhamento Econômico, a ser administrado pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico, até o limite de 10 bilhões de cruzeiros. A restituição do empréstimo seria feita, seis anos após seu recolhimento, em Obrigações do Reparelhamento Econômico. Em consequência, os títulos só começaram a ser emitidos no final de 1958 (LEÃO, 2003).

Tabela 4. Brasil – financiamento dos déficits orçamentários do governo federal, 1954-1963

(Cr\$ milhões correntes)

Anos	Déficit	Financiamento do déficit		
		Emissão de moeda	Colocação líq. de letras e obrig. junto ao público	Outros*
1954	4,0	3,8	-2,5	2,7
1955	5,7	7,7	0,0	-2,0
1956	23,9	24,4	0,2	-0,7
1957	41,2	38,4	0,0	2,8
1958	30,7	19,0	9,4	2,3
1959	40,5	31,9	8,9	-0,3
1960	76,6	75,4	7,2	-6,0
1961	137,5	128,9	1,5	7,1
1962	280,9	223,8	22,8	34,3
1963	504,7	424,4	55,5	24,8

Fonte: Neto (1980). Banco Central do Brasil – Relatório de 1965, p. 222.

* Engloba os seguintes itens: Caixa do Tesouro Nacional junto ao Banco do Brasil S. A., empréstimos compulsórios e empréstimos de emergência.

Se, por um lado, o governo não encontrava êxito em suas emissões primárias, por outro, podem ser destacadas duas grandes operações de administração de passivo (ou consolidações) realizadas em 1956 e em 1962.

Em 1956, o governo lançou uma lei de reestruturação do serviço da Dívida Interna Federal com o objetivo de padronizar a dívida e melhorar seu controle. Tal consolidação também foi influenciada por uma forte pressão de instituições financeiras que enfrentavam dificuldades em adquirir títulos em quantidade suficiente para atender a recolhimentos compulsórios. Um dos principais problemas era a grande fragmentação da dívida (existiam em circulação mais de 130 tipos de títulos, com impressões diversas e prazos longos).

Assim, a consolidação de 1956 agrupou todos os empréstimos em circulação em quatro graus, uniformizando o prazo de resgate para cada grau e estabelecendo novos prazos mínimos de amortização (21, 32, 36 e 68 anos, respectivamente para os graus de 1 a 4). Houve, no entanto, ao menos uma falha importante: os juros não foram uniformizados, mantendo-se vários títulos e com taxas de juros diferentes. Além disso, o prazo dos novos títulos era considerado muito longo pelo mercado financeiro.

Em 1962, houve uma nova e mais completa consolidação. O governo lançou os chamados Títulos de Recuperação Financeira para unificar a dívida interna da União, substituindo todos os títulos da Dívida Interna Fundada Federal, excetuadas as obrigações de Reparamento Econômico. Estes títulos também poderiam ser emitidos para cobrir déficits orçamentários, porém o governo não obteve êxito para esse fim. Já a troca foi bem-sucedida, e os juros foram unificados em 7% anuais. Em virtude da troca, a Dívida Interna Fundada Federal ao final de 1963 era composta exclusivamente desses novos títulos (Recuperação Financeira), das Obrigações de Reparamento Econômico e dos comprovantes de empréstimos compulsórios, a serem trocados no futuro por títulos.

Um dos principais marcos da operação de consolidação de 1962 foi a introdução de uma nova forma de resgate, que passou a ser efetuado a partir do exercício seguinte ao de sua emissão, em vinte prestações anuais iguais, cada uma equivalente a 5% do valor nominal do título. Rompia-se, assim, uma tradição que vinha desde 1827, do resgate dos títulos públicos ser feito por compra, quando cotado abaixo do par, ou por sorteio de percentual do total da emissão, sendo os títulos adquiridos ou sorteados integralmente amortizados (LEÃO, 2003).

4.2 A dívida pública externa na República (até 1963)³²

“Muito terá feito pela República o governo que não fizer outra coisa senão cuidar das suas finanças.” Este trecho do Manifesto Eleitoral de Campos Salles³³ retrata a situação crítica das finanças nos primeiros anos da República (GUANABARA, 1902).

De fato, o longo período de estabilidade e gradativo endividamento externo, vivido principalmente a partir da década de 1840 (conforme descrito na seção 3.2), foi interrompido temporariamente no início da República. Seguidas crises de balanço de pagamentos a partir da década de 1890 foram determinantes nesse período da história da dívida externa brasileira, marcado por uma sucessão de empréstimos de consolidação (*funding loans*), em 1898, 1914 e 1931.

Embora as portas para a retomada do endividamento externo no médio prazo tenham sido abertas após os dois primeiros empréstimos de consolidação, o último significou apenas o início de uma longa sequência de negociações até o acordo permanente da dívida externa de 1943. O Brasil ficaria, a partir daí, ausente dos mercados financeiros privados por um longo período, ou seja, até o início do segundo ciclo do endividamento, em meados da década de 1960.³⁴

Nesta seção examina-se a evolução da dívida externa brasileira, destacando-se esses eventos (empréstimos de consolidação e acordo permanente). As Tabelas 5 e 6 servem de referência a essa análise, ilustrando, respectivamente, os saldos do endividamento externo do setor público brasileiro (incluindo estados e municípios)³⁵ e o impacto das seguidas crises de balanço de pagamentos em alguns dos principais indicadores de solvência externa. Destacam-se, por exemplo, a queda da razão dívida externa pública/exportações a partir do período de estabilidade no Brasil Imperial (reduzindo-se de 168% para 57% entre finais da década de 1830 até 1880-1881), e a rápida elevação dessa relação antes da virada do século, chegando a seu pico em 1930 (404%).

³² Esta subseção é baseada, principalmente, em Abreu (1999).

³³ Campos Sales foi o quarto presidente da República (1898-1902) e o segundo eleito de forma direta (logo após Prudente de Moraes, 1894-1898).

³⁴ Sobre a definição dos ciclos de endividamento segundo Abreu (1999), ver nota de rodapé n. 14.

³⁵ Os empréstimos estaduais e municipais correspondiam em 1895 a cerca de 4% do total; em 1930 essa proporção havia aumentado para cerca de 30% do endividamento externo total (ABREU, 1999).

Tabela 5. Saldos em circulação de empréstimos públicos externos brasileiros lançados antes de 1931, em milhões das respectivas moedas, 1825-1955

	Libras*	Francos*	Dólares*	Florins*	Total em libras*
1825	4,1	0	0	0	4,1
1840	5,6	0	0	0	5,6
1865	13,0	0	0	0	13,0
1875	20,4	0	0	0	20,4
1885	23,2	0	0	0	23,2
1895	37,5	1,5	0	0	39,0
1900	42,4	1,5	0	0	43,9
1905	83,3	5,0	0	0	88,3
1913	129,1	902**	0	0	166,0
1920	135,2	900**	0	0	172,1
1930	163,0	1850***	371,2	0	254,4
1940	152,6	748,8**	334,7	6,5	241,0
1950	51,9	1708****	154,3	6,4	114,4
1955	28,4	411*****	99,2	3,6	64,7

Fonte: Abreu (1985); Abreu (1994), Brasil (1955) e *Anuário Estatístico do Brasil*, 1952 e 1956.

* Saldos em 31/12.

** Reestimativa provisória. Empréstimos em francos em 1920, considerados constantes desde 1913.

*** Reavaliação para levar em conta a conversão francesa de 1928 e a sentença de Haia contra o Brasil (ABREU, 1994).

**** 1951.

***** 1956.

Tabela 6. Dívida externa, 1830-1940*

Ano	Dívida externa em contos de réis**	Exportações FOB em contos de réis	Razão dívida-exportações	Serviço da dívida externa em contos de réis***	Razão serviço-exportações	Receita****	Razão serviço-receita total
1830	59013	35135	1,68	3289	0,0936	16779	0,1960
1840/1841	40995	57727	0,71	2087	0,0361	16311	0,1280
1850/1851	38181	67788	0,56	3547	0,0523	32697	0,1084
1860/1861	52281	123171	0,42	5151	0,0418	50052	0,1029
1870/1871	130660	168000	0,78	11044	0,0657	95885	0,1152
1880/1881	130995	230963	0,57	19696	0,0854	128364	0,1534
1890	328431	280665	1,17	16077	0,0573	195253	0,0823
1900	1471359	850339	1,73	37128	0,0436	307915	0,1206
1910	1929746	939413	2,05	149867	0,1595	882189	0,1699

Ano	Dívida externa em contos de réis**	ExportaçõesFOB em contos de réis	Razão dívida-ex- portações	Serviço da dívida externa em contos de réis***	Razão serviço-ex- portações	Receita****	Razão serviço-receita total
1920	3506408	1752411	2,00	231155	0,1319	1548168	0,1493
1930	11753476	2907354	4,04	857432	0,2929	3276171	0,2617
1940	16288024	4960538	3,28	205401	0,0414	4664813	0,0440

Fonte: Abreu (1999), dados básicos de *Brasil em números 1960*

* Até 1930, valor nominal dos títulos resgatados. Depois de 1930, valor de mercado.

** Fim do ano calendário.

*** Ano calendário.

**** Federal até 1900. União, estados e municípios a partir de 1910. A razão serviço da dívida-receita da União em 1910 era de 28,56%. A dívida externa até 1880 era exclusivamente federal.

4.2.1 1898 – o primeiro *funding loan*

Conforme exposto, a economia brasileira enfrentou fortes dificuldades em seu balanço de pagamentos nos últimos anos antes da virada do século.

Caiu o saldo da balança comercial, aumentou o serviço da dívida, diminuiu a entrada de novos empréstimos. O resultado foi uma vertiginosa queda da taxa de câmbio, de um nível por volta de 27 pences por mil réis em 1889 para 7 pences em 1898. A crise financeira do Brasil havia estimulado a busca de soluções que atenuassem a crise cambial (ABREU, 1999).

Diante desse cenário, a suspensão de pagamentos do serviço da dívida já era de certa forma esperada internacionalmente.³⁶ Além da sinalização expressa no Manifesto Eleitoral de Campos Salles (citada no início desta seção) em prol do saneamento financeiro da República, havia ainda a experiência argentina com a negociação de seu *funding loan* em 1891, que servia de inspiração para uma iniciativa semelhante do governo brasileiro.

O *funding loan* de 1898 consistiu da emissão gradual de £ 8,6 milhões para fazer face ao serviço de juros dos empréstimos externos federais, do empréstimo interno em ouro de 1879 e de todas as garantias ferroviárias. Além disso, suspendiam-se as amortizações de todas as dívidas incluídas na transação (inclusive as provenientes dos novos títulos) por um período de 13 anos, ou seja, até 1911. Os novos títulos foram lançados ao par, com taxas de juros de 5% e amortização em cinquenta anos, iniciados após o período de suspensão descrito. Essas características explicam o comportamento do saldo em circulação do *funding loan* de 1898 apresentado na tabela a seguir.

³⁶ “Diplomatas britânicos esperavam a suspensão de pagamentos relativos ao serviço da dívida desde o início de 1898. Em fevereiro de 1898, N. M. Rothschild & Sons Limited foram visitados pelo delegado do Tesouro em Londres e sondados quanto à sua reação no caso de suspensão temporária dos fundos de amortização da dívida externa brasileira” (ABREU, 1999).

Tabela 7. Saldos em circulação de *funding loans* em libras e dólares, em milhões, 1898-1945

	<i>Funding loan</i> 1898 libras	<i>Funding loan</i> 1914 libras	<i>Funding loan</i> 1931 libras 20 anos	<i>Funding loan</i> 1931 libras 40 anos	<i>Funding loan</i> 1931 dólares 20 anos
1898	1,4	0	0	0	0
1899	4,3	0	0	0	0
1900	7,2	0	0	0	0
1901	8,6	0	0	0	0
1913	8,5	0	0	0	0
1914	8,4	0	0	0	0
1915	8,4	6,2	0	0	0
1916	8,3	10,0	0	0	0
1917	8,2	13,1	0	0	0
1918	8,2	13,2	0	0	0
1919	8,1	13,8	0	0	0
1920	8,0	14,5	0	0	0
1930	6,9	14,2	0	0	0
1931	6,8	14,0	n.d.	n.d.	n.d.
1932	6,5	13,9	n.d.	n.d.	n.d.
1933	6,3	13,7	1,9	6,6	21,8
1934	6,2	13,6	2,6	7,9	29,5
1943	5,0	12,3	1,8	6,6	18,6
1944	4,7	11,2	1,5	5,1	16,4
1945	4,4	10,7	1,4	6,8	15,5

Fonte: Abreu (1999) e Brasil (1955)

4.2.2 1914 – o segundo *funding loan*

Uma informação marcante, presente na Tabela 5, refere-se ao rápido crescimento do endividamento externo brasileiro nos primeiros 13 anos do século XX. A dívida quadruplicou nesse período, saltando de £43,9 milhões para £166 milhões. Esse aumento expressivo do saldo da dívida e a retomada do pagamento do seu serviço somavam-se a outros fatores que deterioravam o balanço de pagamentos a partir de 1912.³⁷

Assim, uma série de negociações foram iniciadas em 1913. As dificuldades na negociação com diversos bancos e de nacionalidades diversas tornaram o processo moroso, sendo as negociações suspensas em 27 de junho de 1914, apenas um dia antes que a Áustria-Hungria declarasse guerra à Sérvia, e rapidamente se generalizasse a guerra na Europa (ABREU, 1999).

³⁷ Exemplos apresentados por Abreu (1999) incluem: a redução das exportações de café (devido à queda de preços nos EUA) e de borracha (em virtude de competição com a produção asiática); e a dificuldade de lançamento de novos empréstimos internacionais com a deterioração política na Europa, especialmente nos Balcãs.

O Brasil suspendeu o pagamento do serviço da dívida externa devido a partir de 1º de agosto de 1914 e passou a estudar condições para um novo empréstimo de consolidação. O segundo *funding loan* teria um capital nominal máximo de £ 15 milhões e, conforme o primeiro, novos títulos foram emitidos gradualmente ao par, com taxa de juros de 5% e 63 anos de prazo de amortização, com início de resgate em 1927. Também ficavam suspensas as amortizações de todos os empréstimos federais denominados em libras ou francos franceses até 01/08/1927 e os juros destes empréstimos que vencessem entre 01/08/1914 e 31/07/1917.

4.2.3 1931 – o terceiro *funding loan*

A história que levou ao terceiro *funding loan* guarda semelhanças com a do *funding loan* anterior: rápido crescimento do endividamento externo a partir de 1925³⁸ (ainda que em proporções menores às observadas até 1913), seguido de fatores que deterioraram o balanço de pagamentos a partir de meados de 1928.

O *funding* foi lançado em duas séries, ambas com taxa de juros de 5%, que previam resgate em vinte e quarenta anos, dependendo da garantia de cada empréstimo, cujos juros estavam sendo refinanciados. Para os empréstimos em dólares, foram lançados apenas títulos de 20 anos. O total do lançamento estava limitado a cerca de £ 18 milhões para refinar os juros dos empréstimos federais que vencessem a partir de outubro de 1931 por três anos (ABREU, 1999).

4.2.4 O acordo permanente de 1943

Conforme mencionado, o terceiro *funding loan* representou o primeiro passo de uma longa sequência de negociações até o acordo permanente da dívida externa de 1943. Nesse caminho, destacam-se os seguintes eventos: i) um acordo temporário em 1934 batizado de “esquema Aranha”, com vigência prevista de quatro anos, pelo qual o pagamento do serviço da dívida externa seria retomado a partir daquele ano; ii) o *default* de 1937, que teve como pretexto o golpe de novembro de 1937,³⁹ interrompendo o “esquema Aranha” antes do previsto⁴⁰; iii) outro acordo temporário (“esquema Souza Costa”) em 1940, também interrompido antes de sua duração prevista de quatro anos; e iv) a concretização do acordo permanente de 1943, que equacionou o pagamento do serviço da dívida externa contraída até 1931.

A pressa em se buscar uma solução permanente, antes mesmo do término da vigência do “esquema Souza Costa”, partiu da constatação (pelo próprio Souza Costa) de que o Brasil estava mais uma vez exposto a dificuldades no financiamento do balanço de pagamentos.⁴¹

Conforme descrevem Cardoso e Dornbusch (1989), o acordo permanente consolidou toda a dívida externa brasileira, alongando seu prazo por quarenta a sessenta anos e reduzindo ambos, principal e juros. O plano ofereceu aos detentores de títulos duas opções:⁴² a opção A, que não incluía redução de principal,

³⁸ “A peculiaridade da nova onda de endividamento foi a participação dos empréstimos em dólares, que corresponderam na década a 75% das entradas de recursos externos relativos a empréstimos no Brasil” (Tabela 5) (ABREU, 1999).

³⁹ Em 20 de novembro de 1937, inicia-se o período ditatorial de Getúlio Vargas, que já era presidente da República desde 1930. Por intermédio de um golpe de Estado, Getúlio governou até 29 de outubro de 1945. Esse período republicano ficou conhecido por Estado Novo. Getúlio voltaria a ser presidente, então eleito, de 1951 a 1954 (quando se suicidou, interrompendo o mandato que iria até 1956).

⁴⁰ Este é também o único episódio de *default* completo por parte do governo central brasileiro antes de 1987.

⁴¹ “Souza Costa percebeu no início de 1943 que, depois da guerra, as exportações brasileiras teriam problemas para se ajustar à competição em um mercado mundial normalizado, e que haveria pressões intensas sobre as reservas cambiais existentes para a importação de bens de capital essenciais, pelos quais havia uma forte demanda reprimida” (ABREU, 1999).

⁴² Esta proposta de troca, no início de 1946, havia sido consentida por 78% dos detentores – 22% escolheram a opção A, enquanto os 56% restantes escolheram a opção B (CARDOSO e DORNBUSCH, 1989).

envolveria redução de juros com uma provisão para um *sinking fund*. Com isso, o serviço da dívida (juros mais o *sinking fund*) alcançaria de 2,9% a 5,9% do principal anualmente. A opção B envolveria redução de principal e de juros. Para cada \$ 1,000 do título original, novos títulos com valor de face de \$ 800 (ou \$ 500 em alguns casos) e cupom de 3,75% eram emitidos. Além disso, os detentores receberiam pagamento em dinheiro de \$ 75 a \$ 175. Esses títulos não possuíam prazo fixo, mas um *sinking fund*. O serviço da dívida nesta opção (juros mais o *sinking fund*) somava 6,4% do principal. Essas condições implicaram redução de 50% do saldo da dívida externa em circulação (Tabela 5).

Apesar da expressiva redução da dívida com a consolidação de 1943, o Brasil voltou a sofrer desequilíbrios em suas contas externas no início dos anos 1950 provocados por déficits comerciais elevados após o relaxamento de controles sobre importação durante a Guerra da Coréia. O crescimento explosivo do déficit em conta corrente secou as reservas internacionais, causando uma crise no balanço de pagamentos em 1952 (ABREU; FRITSCH, 1987). Como essas importações eram, em grande parte, financiadas por créditos comerciais, posteriormente rolados por empréstimos de curto e médio prazos, a dívida total externa (pública e privada) dobrou entre 1946 e 1953, alcançando mais de US\$ 1 bilhão.⁴³

A política de expansão de serviços de infraestrutura e industrialização, comandada pelo presidente Juscelino Kubitschek em seu Programa de Metas (1957-1960), ampliou a demanda por importação de bens de capital, que foram financiados em grande parte via empréstimos de fornecedores com garantias do governo. Ao final de 1961, a dívida externa total já alcançava o dobro dos níveis de 1955, e a situação do balanço de pagamentos seguia crítica.⁴⁴

Jânio Quadros, sucessor de Kubitschek, tentou restaurar o equilíbrio das contas externas. Porém, sua renúncia poucos meses após tomar posse renovou as pressões sobre a conta corrente em 1962. Os problemas econômicos (inflação, baixo crescimento econômico e crise no balanço de pagamentos) intensificaram-se durante a curta gestão do presidente Goulart, interrompida pelo golpe militar de 1964.

Como veremos no capítulo a seguir, a gestão e as características das dívidas públicas interna e externa sofreram forte influência das reformas institucionais lançadas a partir de 1964. Inicia-se o segundo ciclo de endividamento externo brasileiro e um processo de desenvolvimento do mercado da dívida interna, o que nos ajuda a compreender a estrutura atual da dívida pública e sua evolução institucional.

Referências

ABREU, M de P. A dívida pública externa do Brasil, 1824-1931, *Estudos Econômicos*, 15 (2), 1985.

_____. *On the memory of bankers: Brazilian foreign debt, 1824-1943*. Rio de Janeiro: Pontifícia Universidade Católica – Departamento de Economia, 1988 (Texto para discussão, n. 194).

_____. A dívida pública externa brasileira em francos franceses, 1888-1956. *Revista de Economia Política*, 14 (4), 1994.

_____. *Brasil, 1824-1957: bom ou mau pagador?* Rio de Janeiro: Pontifícia Universidade Católica – Departamento de Economia, 1999 (Texto para discussão, n. 403).

⁴³ Ver Cardoso e Dornbusch (1989).

⁴⁴ O governo Kubitschek iniciou negociações com o Fundo Monetário Internacional. Porém, em meados de 1959, o governo não aceitou as condições do Fundo, encerrando o processo de negociação.

- ABREU, M. de P.; FRITSCH, W. Brazil's foreign borrowing from multilateral and governmental agencies: an overview of past experience and the present challenge. In: BAER, Werner; Due, John F. (Ed.). *Brazil and the Ivory Coast: the impact of international lending, investment and aid*. 1987. (Série Contemporary Studies in Economic and Financial Analysis, v. 58).
- ANDIMA. *Séries históricas: dívida pública*. Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto, 1994.
- BALEEIRO, A. *Uma introdução à ciência das finanças*. 11. ed. Rio de Janeiro: Cia. Editora Forense, 1976.
- BOUÇAS, V. *História da dívida externa*. 2. ed. Rio de Janeiro: Edições Financeiras S.A., 1950.
- BRASIL. Ministério da Fazenda. Secretaria do Conselho Técnico de Economia e Finanças, Finanças do Brasil. *Dívida externa 1824-1945*. V. XIX, Rio de Janeiro, 1955.
- CARDOSO, E.; DORNBUSCH, R. Brazilian debt crises: past and present. In: EICHENGREEN, Barry; LINDERT, Peter H. (Ed.). *The international debt crisis in historical perspective*. Cambridge, Mass.: MIT Press, 1989. p.106-139.
- CARREIRA, L. de C. *História financeira e orçamentária do Império do Brasil*. 2 tomos. Brasília: Senado Federal; Rio de Janeiro: Fundação Casa de Rui Barbosa, 1980.
- DAWSON, Frank G. *The first Latin American debt crisis: the City of London and the 1822-25 Loan Bubble*. New Haven e Londres: Yale University Press, 1990.
- GUANABARA, A. *A presidência Campos Salles: política e finanças, 1898-1902*. Rio de Janeiro: Laemmert, 1902.
- HICKS, J. *Uma teoria de história econômica*. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1972.
- LEÃO, A. A. C. *A dívida interna pública*. 2003. Mimeografado.
- MARICHAL, C. *A century of debt crises in Latin America: from independence to the Great Depression, 1820-1930*. Princeton: Princeton University Press, 1989.
- MÜLLER, E.; LIMA, F. C. C. Moeda e Crédito no Brasil: breves reflexões sobre o primeiro Banco do Brasil (1808-1829). *Revista Tema Livre*, Niterói, ano VI, n. 12, 25 abr. 2007. Disponível em: www.revistatemalivre.com.
- NETO, A. L. da S. *Dívida pública interna federal: uma análise histórica e institucional do caso brasileiro*. Brasília: UnB, 1980.
- SUMMERHILL, William. Credible commitment and sovereign default risk: two bond markets and Imperial Brazil In: HABER, S.; NORTH, D. C.; WEINGAST, B. R. (Ed.). *Political institutions and financial development*. Stanford, California: Stanford University Press, 2008, p. 226-258.
- WHEELER, Graeme. *Sound practice in government debt management*. The World Bank, 2004.

Anexo 1. Padrões monetários brasileiros

Padrão monetário (símbolo)	Período de vigência	Equivalência com padrão anterior	Equivalência R\$ 1,00 (um real)
Réis (Rs) e (\$) 	Início da colonização, começo do século XVI até 30/10/1942	-----	Rs 2.750.000.000.000:000\$000
Cruzeiro (Cr\$)	01/11/1942 a 01/12/1964	Rs1 \$000 = Cr\$ 1,00 (mil réis = um cruzeiro)	Cr\$ 2.750.000.000.000.000,00
	02/12/1964 a 12/02/1967	Cr\$ 1,00 = Cr\$ 1 (um cruzeiro = um cruzeiro) * centavos foram extintos	Cr\$ 2.750.000.000.000.000
Cruzeiro Novo (NCr\$)	13/02/1967 a 14/05/1970	Cr\$1.000 = NCr\$ 1,00 (mil cruzeiros = um cruzeiro novo)	NCr\$ 2.750.000.000.000,00
Cruzeiro (Cr\$)	15/05/1970 a 15/08/1984	NCr\$1,00 = Cr\$ 1,00 (um cruzeiro novo = um cruzeiro)	Cr\$ 2.750.000.000.000,00
	16/08/1984 a 27/02/1986	Cr\$1,00 = Cr\$ 1 (um cruzeiro = um cruzeiro) * centavos foram extintos	Cr\$ 2.750.000.000.000
Cruzado (Cz\$)	28/02/1986 a 15/01/1989	Cr\$1.000 = Cz\$ 1,00 (mil cruzeiros = um cruzado)	Cz\$ 2.750.000.000,00
Cruzado Novo (NCz\$)	16/01/1989 a 15/03/1990	Cz\$ 1.000,00 = NCz\$ 1,00 (mil cruzados = um cruzado novo)	NCz\$ 2.750.000,00
Cruzeiro (Cr\$)	16/03/1990 a 31/07/1993	NCz\$ 1,00 = Cr\$ 1,00 (um cruzado novo = um cruzeiro)	Cr\$ 2.750.000, 00
Cruzeiro Real (CR\$)	01/08/1993 a 30/06/1994	Cr\$ 1.000,00 = CR\$ 1,00 (mil cruzeiros = um cruzeiro real)	CR\$ 2.750,00
Real (R\$)	A partir de 01/07/1994	CR\$ 2.750,00 = R\$ 1,00 (dois mil setecentos e cinquenta cruzeiros reais = um real)	—

Fonte: Banco Central do Brasil

Obs.: As equivalências não servem para correção de valores, nem demonstram o poder de compra da moeda.