

**REESTIMANDO A RAZÃO DÍVIDA PÚBLICA/PIB: “ESQUELETOS  
FISCAIS” E COMPORTAMENTO “NOVO RICARDIANO”\***

**Ulisses Ruiz de Gamboa**  
**Associação Comercial de São Paulo**  
**University of California, Los Angeles - UCLA**  
**(uruizdegamboa@acsp.com.br)**

**William Summerhill**  
**Department of History**  
**University of California, Los Angeles - UCLA**  
**(wrs@history.ucla.edu)**

**SEGUNDA VERSÃO. Não citar ou utilizar sem prévia autorização  
dos autores.**

**© 2009**

**Preparado para a Conferência “Latin America Economies: History  
and Globalization”, 24 e 25 de Abril de 2009, UCLA**

**Abril 2009**

---

\* Os autores desejam expressar seu agradecimento ao Professor Marcelo de Paiva Abreu do Departamento de Economia da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro; à Luciana Pereira da Costa da Biblioteca da Associação Comercial de São Paulo; a Rita Santos da Assessoria Econômica do Senado; à Barbara Ruperto do Arquivo Rothschild e a Isaias Carlos da Silva Junior pela eficiente colaboração como auxiliar de pesquisa. Evidentemente, os possíveis erros ou omissões são de inteira responsabilidade dos autores.

# REESTIMANDO A RAZÃO DÍVIDA PÚBLICA/PIB: “ESQUELETOS FISCAIS” E COMPORTAMENTO “NOVO RICARDIANO”

Ulisses Ruiz de Gamboa

William Summerhill

## RESUMO

O presente trabalho oferece uma estimativa do valor atualizado do saldo vigente da dívida externa federal, municipal e estadual renegociada pelo Decreto-Lei 6019/43 de 25 de novembro de 1943. A inclusão dessa estimativa elevaria a razão dívida pública/PIB em aproximadamente 3%, ressaltando a presença de um importante “esqueleto fiscal”. Apesar do seu elevado montante, o reconhecimento desses passivos não alteraria a trajetória decrescente da razão dívida pública/PIB, iniciada em 2003, quando o atual governo optou por dar continuidade à política macroeconômica implementada a partir do Plano Real. Além disso, o apropriado reconhecimento dessa dívida implicaria no aumento da credibilidade da política fiscal, o que tenderia a reduzir o prêmio de risco inerente aos títulos públicos brasileiros, reduzindo os encargos financeiros da dívida pública. Contudo, a existência de subestimações da dívida pública não seria coerente com um comportamento autenticamente “ricardiano” da política fiscal, ao manter *defaults* implícitos da dívida pública.

Palavras-chave: equilíbrio orçamentário intertemporal; sustentabilidade fiscal; default. JEL: E62, H6, N46.

## 1. Introdução

Através de praticamente toda a história do Brasil como país independente, a política fiscal tem utilizado variados mecanismos para alcançar o equilíbrio intertemporal. Contudo, nem sempre a sustentabilidade dessa política fiscal foi assegurada por um comportamento de tipo “ricardiano”.

De fato, durante o regime imperial (1822-1889), a política fiscal brasileira, tal como foi demonstrado em Ruiz de Gamboa (2006), exibiu um comportamento genuinamente “ricardiano”, ao realizar ajustes fiscais e utilizar eficientemente o endividamento interno e externo para equilibrar intertemporalmente receitas e despesas.

A partir da Proclamação da República, notadamente durante o período 1944-1982, a pulverização das decisões fiscais, que acarretou em momentos de excessiva autonomia de gastos e endividamento por parte dos estados, levou à utilização da senhoriagem como fonte adicional de arrecadação para garantir a sustentabilidade fiscal.

Porém, durante o mesmo regime republicano, o governo brasileiro utilizou-se diversas vezes do *default* e da renegociação da dívida pública interna e externa para alcançar de forma “forçada” o equilíbrio intertemporal do orçamento público, num resultado que Ruiz de Gamboa (Op. Cit.) denominou de “Nova Equivalência Ricardiana”.

A forma mais sutil desse comportamento “novo ricardiano” está dada pela subestimação da dívida pública interna e externa. Essa prática adquiriu relevância durante o período 1965-1993, no qual as autoridades econômicas brasileiras praticaram a subindexação da dívida pública interna, reajustando-a sistematicamente abaixo da elevada inflação ocorrida no período.

A partir do Plano Real, a realização de reformas fiscais, principalmente a “Lei de responsabilidade Fiscal”, que colocou limites aos gastos e ao endividamento de estados e municípios, e o estabelecimento de uma meta de superávit fiscal primário contribuíram para o retorno a um comportamento autenticamente “ricardiano”, que prescinde da senhoriagem.

Contudo, como se verá, apesar do anterior, ainda persistem formas de comportamento “novo ricardiano” ao interior da política fiscal, na medida em que ainda se praticam subestimações da dívida pública externa. Especificamente, nos referimos a uma série de títulos de dívida externa federal

e estadual, emitidos no final do século XIX e começo do século XX, que ainda possuem saldos em circulação, contabilizados pelo Tesouro Brasileiro sem nenhum tipo de correção monetária ou capitalização, o que constitui, portanto, numa subestimação do seu verdadeiro valor. O presente trabalho pretende estimar o valor corrigido desse passivo externo total, recalculando a razão dívida/PIB resultante, e comparando-a com a registrada no período.

Assim, na próxima seção se apresentarão os modelos macroeconômicos referentes à Equivalência Ricardiana e à “Nova” Equivalência Ricardiana. A terceira seção fará uma breve análise histórica da sustentabilidade da dívida pública brasileira, ressaltando os aspectos “Ricardianos” e “Não Ricardianos” do comportamento fiscal; enquanto a seção seguinte oferecerá detalhes sobre a origem e a descoberta do “esqueleto fiscal” dos títulos públicos da dívida externa renegociados pelo DL 6019/43. Finalmente, a quinta seção estará dedicada à metodologia econômico-financeira de atualização desses títulos, enquanto a última seção apresentará os resultados obtidos, realizando uma reestimativa da razão dívida pública/PIB, além das conclusões.

## 2. Modelo Macroeconômico<sup>1</sup>

Poder-se-ia dizer que, se a política fiscal é sustentável ou o governo segue um comportamento “ricardiano”, o valor presente de suas despesas deverá ser menor ou igual à sua riqueza inicial somada ao valor presente da arrecadação fiscal (líquida de transferências), que pode incluir ou não a senhoriagem. Contudo, como foi dito anteriormente, o modelo macroeconômico de sustentabilidade fiscal deverá incluir a possibilidade de que o governo realize um *default* ou renegociação de sua dívida em algum momento do tempo.

---

<sup>1</sup> Esta subseção segue Romer (2001), capítulo 11, estendendo o modelo apresentado com a inclusão da senhoriagem e da possibilidade de *default* ou renegociação da dívida.

Se, por outro lado, o valor presente dos gastos públicos somado ao estoque inicial da dívida pública é superior ao valor presente da receita fiscal total, pode-se dizer que o governo segue um comportamento “não ricardiano” ou um “Esquema Ponzi” ou que a política fiscal (dívida pública) não é sustentável. Nessa situação o governo não pagaria nunca o principal da dívida pública, financiando o pagamento de juros com a contratação de novas dívidas.

Contudo, como foi proposto por Ruiz de Gamboa (Op. Cit.) poderia existir uma terceira alternativa: a possibilidade de que o governo alcance a sustentabilidade fiscal não a partir de políticas fiscais e tributárias (incluindo a senhoriagem como fonte de arrecadação) conseqüentes com o financiamento da dívida pública, e sim utilizando o *default* ou a renegociação da mesma. Como será demonstrado, esse artifício sobejamente utilizado por vários países (os chamados *serial defaulters*), entre os quais o Brasil ocupa uma das posições de destaque<sup>2</sup>, também permite que o valor presente do superávit fiscal primário seja suficiente para financiar o estoque de dívida inicial. Esta nova possibilidade de alcançar a sustentabilidade fiscal será chamada de “A Nova Equivalência Ricardiana”.

Todavia, a utilização da estratégia do *default* ou renegociação da dívida pública para equilibrar intertemporalmente o orçamento público também impõe importantes custos para os *serial defaulters*: enfraquecimento das instituições políticas; aumento da probabilidade de incorrer novamente numa situação de *default* ou renegociação<sup>3</sup> e, principalmente, o aumento do risco-país com a conseqüente redução do fluxo de capitais internacionais, o que reduz suas possibilidades de financiar o crescimento econômico. Com relação a esse último custo, Reinhart e Rogoff (2004) encontram evidência de uma correlação

---

<sup>2</sup> Curiosamente, ao contrário do que se poderia pensar, o Brasil é superado em quantidade de *defaults* e renegociações da dívida pública externa por países desenvolvidos como Espanha (que é o recordista com 13 episódios), França e Alemanha, entre outros. Não obstante, esses “serial defaulters” tiveram situações de *default* ou renegociação concentradas entre os séculos XVI e XVIII, enquanto no caso do Brasil o maior número desse tipo de situações concentra-se no século passado. Para uma interessante discussão sobre a relação entre a sustentabilidade da dívida externa e o comportamento de *default* ou renegociação, veja-se Reinhart, Rogoff e Savastano (2003) e Reinhart e Rogoff (2004).

<sup>3</sup> A evidência dos *serial defaulters*, segundo Reinhart e Rogoff (Op. Cit.), parece sugerir que o custo do primeiro *default* seria maior que o dos subseqüentes, pois a credibilidade do *defaulter* fica comprometida já no primeiro episódio de cessação de pagamentos.

inversa entre o PIB real per capita ajustado pela paridade do poder de compra dos “serial defaulters” e a porcentagem de anos em *default* desde 1946. Assim, esses autores concluem que as principais explicações para o “paradoxo” do menor fluxo de capitais desde os países desenvolvidos para os países em desenvolvimento (ainda que o retorno do capital seja maior nesses últimos) seria o maior risco de *default* apresentado por esses últimos, além do menor desenvolvimento de seus mercados de capitais. Na visão desses referidos autores o verdadeiro “paradoxo” é por que os capitais internacionais, principalmente aqueles relacionados a endividamento externo, continuam fluindo para os “serial defaulters” ou países “intolerantes à dívida”.

Contudo, não se está, de maneira alguma, afirmando que a estratégia de *default* ou renegociação da dívida pública seja um caminho a ser adotado pelo Brasil ou por qualquer outro país em desenvolvimento. O que se afirma é que esse expediente foi utilizado em várias oportunidades pelo Brasil. De fato, Ruiz de Gamboa (Op. Cit.) demonstra que este foi o principal responsável pela sustentabilidade fiscal durante grande parte da era republicana, superando inclusive, a importância da senhoriação.

Levando em consideração a discussão anterior, o modelo macroeconômico geral de sustentabilidade fiscal poderia ser dividido em duas versões: i) Modelo onde não há *default* ou renegociação da dívida ou Modelo da “Equivalência Ricardiana” – que é o modelo tradicionalmente utilizado nas análises de sustentabilidade fiscal e ii) Modelo onde pode existir *default* e renegociação da dívida pública ou Modelo da “Nova Equivalência Ricardiana” – que é justamente a inovação introduzida por Ruiz de Gamboa (Op. Cit.).

### 2.1. Modelo da “Equivalência Ricardiana”

No modelo tradicional, a sustentabilidade da política fiscal ou da dívida pública estará assegurada se o governo cumpre com a seguinte restrição orçamentária intertemporal:

$$(1) \int_{t=0}^{\infty} e^{-R(t)} G(t) dt \leq -D(0) + \int_{t=0}^{\infty} e^{-R(t)} T(t) dt$$

$$(2) R(t) = \int_{\tau=0}^t r(\tau) d\tau$$

Onde  $G(t)$  representa o gasto público total real (incluindo o pagamento dos juros sobre o estoque da dívida pública anterior);  $T(t)$  representa a arrecadação fiscal real (incluindo as receitas das empresas estatais)<sup>4</sup>; e  $r(\tau)$  é a taxa de juros real no momento  $\tau$ <sup>5</sup>.

Assim, pode-se dizer que se o governo realiza uma política fiscal sustentável, o valor presente dos seus gastos em bens e serviços deverá ser menor igual ao valor presente da arrecadação fiscal real acrescida do valor inicial de sua riqueza, que, na verdade, por tratar-se da dívida pública reduz o valor presente das receitas governamentais.

A expressão anterior também pode ser entendida da seguinte forma: a política fiscal será sustentável se o valor presente do superávit fiscal primário é suficiente para financiar o estoque de dívida pública inicial. Para visualizar essa segunda interpretação, basta reorganizar os termos de (1), chegando-se a:

$$(3) \int_{t=0}^{\infty} e^{-R(t)} [T(t) - G(t)] dt \geq D(0)$$

Não obstante, além da arrecadação e do endividamento, o governo pode recorrer ao financiamento via senhoriagem, e por isso, o modelo tradicional de

---

<sup>4</sup> A mesma restrição também será válida se as variáveis anteriores são normalizadas pelo PIB ou pelo número de habitantes.

<sup>5</sup> No modelo de sustentabilidade tradicional assume-se que a taxa de juros real seja constante, o que faria com que  $R(t)$  fosse igual a  $rt$ , mantendo-se basicamente a mesma restrição (1).

sustentabilidade a costuma incluir como fonte adicional de receita fiscal. Pode-se, sem maiores dificuldades, incluir a senhoriagem na expressão (3), somando-se um termo S à arrecadação fiscal real:

$$(4) \int_{t=0}^{\infty} e^{-R(t)} [\{T(t) + S(t)\} - G(t)] dt \geq D(0)$$

Desse modo, o governo seguirá um comportamento “ricardiano” se o valor presente do seu superávit fiscal acrescido das receitas obtidas a partir da senhoriagem for suficiente para financiar o estoque de dívida pública inicial.

Todavia, do ponto de vista matemático, é mais simples reescrever a condição anterior de sustentabilidade fiscal utilizando limites. Assim, passando a integral para a direita da desigualdade, e aplicando limites na expressão resultante, chega-se a:

$$(5) \lim_{s \rightarrow \infty} \left\{ D(0) + \int_{t=0}^s e^{-R(t)} [G(t) - \{T(t) + S(t)\}] dt \right\} \leq 0$$

Por outra parte, na medida em que o gasto público entre os momentos t e s seja superior (inferior) à arrecadação total incluindo senhoriagem, o governo aumentará (diminuirá) o endividamento. Assim o valor da dívida pública no momento s pode ser expressa por:

$$(6) D(s) = e^{R(s)} D(0) + \int_{t=0}^s e^{R(s)-R(t)} [G(t) - \{T(t) + S(t)\}] dt$$



A primeira parte da expressão (6) é a contribuição da dívida pública inicial ao estoque de dívida pública em  $s$ , enquanto a integral mostra como a despesa do governo varia do momento  $t$  ao  $s$ .

Por último, tal como pode notar-se, (6) é a mesma expressão no interior do limite em (5) multiplicada por  $e^{R(s)}$ . Por isso, podemos reescrever a restrição orçamentária do governo ou a condição de sustentabilidade fiscal como:

$$(7) \lim_{s \rightarrow \infty} e^{-R(s)} D(s) \leq 0$$

Portanto, poder-se-ia dizer que o governo realiza uma política fiscal sustentável ou, simplesmente, segue um comportamento “ricardiano”, cumprindo sua restrição orçamentária, se, no limite, o estoque da dívida pública é não positivo. Isso equivale a uma “condição de transversalidade”, que elimina a possibilidade de um “Esquema Ponzi”, onde o governo poderia endividar-se indefinidamente, contraindo novas dívidas para pagar os juros das dívidas anteriores. Nesse caso, poder-se-ia dizer que a política fiscal não é sustentável, ou que a dívida pública não é sustentável.

## 2.2. Modelo da “Nova Equivalência Ricardiana”

Não obstante, o modelo anterior não considera a possibilidade de que o governo realize um *default* da dívida pública ou simplesmente estabeleça um acordo com seus credores para renegociá-la. Contudo, será demonstrado que essas estratégias podem ser uma alternativa para alcançar a sustentabilidade fiscal, em ausência de uma maior disciplina fiscal e frente à impossibilidade de continuar aumentando as receitas fiscais mediante a senhoriagem. Isso é assim, pois nesses eventos, devido à maior dificuldade de impor o cumprimento dos compromissos de dívida, principalmente se esta é externa, os

credores terminam aceitando uma redução no principal ou nos juros, ou mesmo um alongamento nas amortizações da dívida<sup>6</sup>.

Esse novo resultado será denominado de “Nova Equivalência Ricardiana”, pois permite que o governo cumpra com sua restrição orçamentária, prescindindo de qualquer ajuste fiscal ou aumento da emissão monetária, como implica o modelo de sustentabilidade tradicional.

Para modelar essa situação de “intolerância à dívida”, será necessário realizar uma mudança no comportamento suposto para a taxa de juros real durante o período de *default* ou renegociação da dívida. Desse modo, pode-se propor que durante esse período, que será chamado de  $\Psi$ , como o governo perde a possibilidade de seguir financiando o déficit com dívida, a taxa de juros real tende ao infinito. Em termos formais, portanto, pode-se expressar a evolução da taxa de juros durante esse período  $\Psi$  da seguinte forma:

$$(8) \lim_{t \rightarrow \Psi} R(t) = \lim_{t \rightarrow \Psi} \int_{t=0}^{\Psi} r(t) dt \rightarrow \infty$$

Sendo assim, pode-se demonstrar que o horizonte de tempo para alcançar a solvência fiscal coincidirá com o período de *default* ou renegociação da dívida e, portanto, esta poderia ser alcançada num período inferior ao infinito. Para isso, a restrição orçamentária definida em (1) será modificada da seguinte forma:

$$(9) \int_{t=0}^{\Psi} e^{-R(t)} G(t) dt \leq -D(0) + \int_{t=0}^{\Psi} e^{-R(t)} T(t) dt$$

---

<sup>6</sup> O último *default* realizado pelo governo argentino é um exemplo dramático do anterior. Contudo, no caso brasileiro, como será discutido posteriormente, houve dois episódios de moratória e cinco renegociações da dívida pública externa durante o período 1898-1993.

Repetindo os mesmos procedimentos matemáticos que permitiram chegar à condição (7), obtém-se a seguinte expressão para a sustentabilidade fiscal em presença de “repúdio à dívida”:

$$(10) \lim_{t \rightarrow \psi} e^{-R(\psi)} D(\psi) \leq 0$$

Desse modo, em presença de uma situação de *default* ou renegociação da dívida, o governo também terminaria cumprindo uma restrição orçamentária intertemporal, e, portanto, dentro de um horizonte finito, alcança a sustentabilidade da política fiscal ou da dívida pública. Como já foi mencionado, a grande diferença com o modelo da “Equivalência Ricardiana” é que a solvência fiscal é alcançada a partir da redução “forçada” do principal ou da taxa de juros da dívida.

### **3. Sustentabilidade da Dívida Pública Brasileira Através da História**

#### **3.1. Sustentabilidade da Dívida Pública Durante o Império**

Logo após a declaração da independência em 1822, a situação fiscal do Brasil era bastante desfavorável, pois o país recém independente havia herdado uma importante dívida pública da época colonial, além de enfrentar uma situação onde as despesas superavam as receitas fiscais. A solução para esse desequilíbrio fiscal veio com a promulgação da Constituição de 1824 por parte de Dom Pedro I, criando um Parlamento com autoridade sobre o orçamento e a dívida pública.

Essa importante mudança institucional foi responsável por restringir a capacidade do monarca de subir unilateralmente os impostos, aumentar o gasto público e emitir moeda. A revolução provocada pelo anterior nas finanças públicas brasileiras não tem paralelo na história pós-independência dos outros países latino-americanos, sendo inclusive comparada por Summerhill (2005) às conseqüências fiscais da Revolução Gloriosa ocorridas na Inglaterra durante o século XVII.

Assim, se gerou um compromisso crível de honrar a dívida pública externa, o que permitiu que o governo brasileiro recebesse um total de dezesseis empréstimos externos durante 1824-1889, por um valor de aproximadamente 60 milhões de libras esterlinas. Adicionalmente, ao longo do mesmo período, o governo brasileiro também foi capaz de emitir dívida pública interna a partir de dois grandes empréstimos internos e da emissão das apólices, instrumentos de dívida de longo prazo, que pagavam juros à perpetuidade. O mais notável é que durante todo esse período não houve um momento no qual o governo brasileiro atrasasse o pagamento dos juros de sua dívida<sup>7</sup>, pagando sempre em dinheiro e, em alguns casos, solicitando outro empréstimo para realizar o pagamento dos juros em dia. Com efeito, com tão baixa probabilidade de *default*, alguns títulos da dívida pública interna brasileira, denominados em moeda nacional, eventualmente circulavam nos mercados financeiros europeus.

Como resultado desse comportamento verdadeiramente “ricardiano”, a participação dos títulos de longo prazo emitidos sobre o total da dívida pública mostrou uma tendência crescente, e o endividamento interno passou a dominar o externo. Além disso, as taxas de juros da dívida externa mostraram uma redução ao longo de todo o período do Império, tanto em Londres como no Rio de Janeiro, e o custo de novos empréstimos, em média, também mostrou uma tendência declinante<sup>8</sup>.

---

<sup>7</sup> Com exceção do empréstimo realizado pelo governo português em 1823, mas, cuja responsabilidade de pagamento era dividida entre Portugal e o Brasil.

<sup>8</sup> Summerhill (2005) estima a probabilidade de *default* da dívida pública brasileira na época do Império, que mostra uma tendência claramente decrescente até 1889. Além disso, utiliza estimativas da taxa

Assim, poder-se-ia dizer que durante toda a época do Império o governo brasileiro desfrutou de condições de crédito favoráveis, escapando do problema do “pecado original”, tão freqüente no caso de países emergentes.

### 3.2. Sustentabilidade da Dívida Pública Do Início da República até os Dias Atuais<sup>9</sup>

A situação fiscal anterior mudou drasticamente com a Proclamação da República, pois a nova Constituição descentralizou as decisões fiscais, outorgando autonomia de gasto e endividamento para cada um dos estados, sendo, portanto, incapaz de criar arranjos institucionais que garantissem o pagamento da dívida pública.

Assim, já na metade da década de 1890, a excessiva “monetização” do déficit reduziu o valor real dos títulos públicos, de tal forma que eliminou a que outrora havia sido a principal fonte de financiamento do Estado. Ao mesmo tempo, os mercados internacionais também visualizaram esse menor compromisso com um comportamento “ricardiano”, ficando o governo republicano impossibilitado de emitir títulos de longo prazo no mercado londrino, que passou a aceitar somente papéis de dívida pública brasileira de curto prazo.

O desequilíbrio fiscal brasileiro continuou a se agravar até comprometer a capacidade de servir os juros tanto da dívida interna como da externa, levando a uma renegociação de suas obrigações em 1898, com a obtenção do primeiro “funding loan” (empréstimo de consolidação). Essa renegociação previa a suspensão das amortizações de todos os empréstimos incluídos no “funding” durante um período de treze anos, quando seria iniciada a amortização que duraria um período de 50 anos.

---

interna de retorno ex ante dos títulos emitidos em Londres e no Rio de Janeiro, chegando à conclusão de que o custo de novos endividamentos internos ou externos seria relativamente similar.

<sup>9</sup> Esta subseção está baseada em Abreu (2001).

A partir de então, o Brasil enfrentou, de forma regular, crises fiscais, seguidas de crises no balanço de pagamentos e negociações de “funding loans” em 1914 e 1931. O segundo “funding loan” teria um capital nominal máximo fixado em 15 milhões de libras esterlinas, um prazo de amortização de 63 anos, iniciando-se o resgate em 1927, com taxa de juros de 5% e seria garantido pelas receitas da alfândega da República.

Por sua vez, o último “funding loan” deu passo a uma longa seqüência de negociações. Em 1937, ao fundar o Estado Novo, Getúlio Vargas declarou a moratória da dívida externa, suspendendo seu pagamento por um período de três anos. Em 1940 foi realizado um novo acordo temporário, o esquema Souza Costa, e, finalmente, em 1943 um acordo permanente renegociou o pagamento dos juros da dívida externa que havia sido contraída pela União durante 1883-1931 e pelos estados e municípios durante 1901-1931. Assim, a partir do Decreto-Lei 6019/43 publicado em 23 de novembro de 1943, o governo realizou uma ampla renegociação da dívida externa, federalizando os títulos emitidos pelos estados e municípios.

Os pagamentos desse último acordo se estenderam até começos da década de oitenta, onde, após a moratória mexicana em 1983, o Brasil novamente enfrentou uma crise no balanço de pagamentos, culminando com a moratória declarada em 1987, em meio à implementação do Plano Cruzado. O segundo longo período de renegociações terminou somente em 1994 com um novo acordo permanente que estabelece pagamentos para os próximos trinta anos.

A crescente utilização da senhoriagem como uma fonte adicional de receita por parte do governo brasileiro, que aumentou durante 1944-1982, resultou em altas taxas de inflação, fato que tornou completamente inviável a existência de um mercado interno para a dívida pública.

Destarte, a necessidade de assegurar novas fontes de financiamento não-inflacionário para os gastos públicos, junto com os objetivos de desenvolver o mercado financeiro brasileiro, levou à criação em 1964 das

chamadas “Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional” (ORTNs). Esses títulos da dívida pública interna foram indexados pela inflação, de acordo com um índice de preços oficial.

Entretanto, o governo brasileiro realizou uma sistemática subindexação da dívida pública durante o período 1965-1993, modificando arbitrariamente as regras de indexação, seja pela mudança dos índices aplicáveis ao reajuste dos títulos públicos, seja pelo expurgo de aumentos de preços importantes dos índices oficiais.

Um dos principais episódios dessa subindexação teve lugar em 1990, por ocasião do Plano Color I, quando quase a totalidade dos títulos públicos foi bloqueada pelo governo, sendo restabelecidos de 1991 em diante, com correção muito inferior à inflação efetiva acumulada durante o período. Esta estratégia pode também ser considerada como uma espécie de *default* implícito da dívida pública, por reduzir de modo significativo os gastos financeiros do governo.

Em resumo, a análise anterior parece sugerir que o governo brasileiro, além de utilizar a senhoriação para financiar os persistentes déficits públicos, também utilizou o instrumento do *default*, seja dos dois *defaults* da dívida externa, seja das várias renegociações da dívida externa, seja da permanente subindexação da dívida pública interna. Em outras palavras, o comportamento do setor público oscilou durante esse período entre “Ricardiano”, que incluiu a senhoriação como uma fonte adicional de financiamento e “Novo Ricardiano”, que incluiu repúdio, renegociação ou subestimação da dívida pública como maneira de alcançar o equilíbrio orçamentário intertemporal.

Do Plano Real em diante, o governo brasileiro realizou um profundo ajuste fiscal, aumentando a carga tributária em quase 10% do PIB e reduzindo os gastos públicos através de privatização e do reajuste institucional da situação fiscal de Estados e Municípios. A pedra de toque desta mudança institucional foi a implementação da “Lei de Responsabilidade Fiscal”, que limitou o aumento dos gastos e da capacidade de endividamento de Estados e

Municípios que, ademais, assinaram um acordo de reestruturação de suas dívidas com a União.

Ademais, o último acordo do governo brasileiro com o FMI incluiu uma meta para o superávit fiscal primário, na qual os superávits produzidos objetivam a redução da dívida pública brasileira, fato que gerou reduções progressivas dos encargos financeiros do governo e dos déficits fiscais nominais.

Afortunadamente, o atual governo brasileiro, contra as expectativas iniciais, assegurou, em linhas gerais, a continuidade da política fiscal anterior, o que permitiu uma redução da razão dívida pública/PIB e do déficit público nominal, e mesmo a constituição de uma posição externa credora, devido ao pagamento adiantado das dívidas com o Clube de Paris e com o FMI, à troca de *C-Bonds*, à recompra de *Bradies* e ao alongamento do prazo dos títulos emitidos. De fato, a tendência da razão dívida pública/PIB passou a ser decrescente a partir de 2003.

A análise anterior permitiria estabelecer que, do Plano Real em diante, o governo brasileiro voltou novamente a se comportar de modo autenticamente “Ricardiano”, evitando, por um lado, gerar financiamento a partir da senhoriação e, por outro lado, recorrer ao repúdio da dívida interna e externa.

No entanto, apesar do avanço anterior, conforme veremos na próxima seção, ainda persistem algumas versões de um comportamento “Novo Ricardiano” no interior da política fiscal, na medida em que o governo brasileiro parece ainda praticar um repúdio mais sutil da dívida pública, baseado em sua subestimação. No caso presente, estamos contemplando um importante “esqueleto fiscal”, representado pelo estoque remanescente dos títulos da dívida pública externa emitidos em libras esterlinas e renegociados pelo Decreto-Lei 6019/43.



## 4. Títulos do Decreto-Lei 6019/43 Vigentes: A Descoberta de um Importante “Esqueleto Fiscal” Externo

### 4.1. Aspectos Gerais

Tal como foi mencionado anteriormente, em 1943 o governo brasileiro realizou uma extensa renegociação da dívida pública externa emitida pela União, pelos estados e municípios em libras e em dólares durante 1883-1931 no primeiro caso, e durante 1901-1931 no segundo. Essa renegociação foi levada a cabo junto a duas entidades de detentores de títulos públicos brasileiros no exterior, “The Council of the Corporation of Foreign Bondholders” em Londres e “Foreign Bondholders Protective Council, Inc.” em Nova Iorque. O acordo final gerou a publicação do Decreto-Lei 6019/43 em 25 de novembro de 1943<sup>10</sup>, que autorizou e determinou novas regras para a retomada dos pagamentos externos brasileiros, que até então se achavam suspensos.

Segundo as novas regras, a partir de 1º de janeiro de 1944, o pagamento dos juros e da amortização das apólices da dívida externa deveriam ser realizados de acordo com duas modalidades: Plano A e Plano B. De acordo com o Decreto “o Plano A mantém o valor nominal e original do título, fixando novas e definitivas taxas de juros e quotas de amortização”<sup>11</sup>; enquanto “o Plano B estabelece uma redução do valor nominal original do título, compensado por pagamentos em dinheiro, fixando uma taxa uniforme de juros e quotas de amortização”<sup>12</sup>. O Decreto facultava os portadores dos títulos a escolher entre os dois planos de pagamentos anteriores. Evidentemente, em ambos os casos, a renegociação significava uma redução da taxa de juros e no caso do Plano B uma expressiva redução do principal da dívida externa, refletindo o comportamento “Novo Ricardiano” da política fiscal brasileira.

---

<sup>10</sup> Senado Federal.

<sup>11</sup> Senado Federal, Op. Cit, Artigo 1º, parágrafo 1.

<sup>12</sup> Senado Federal, Op. Cit., Artigo 1º, parágrafo 2.

De acordo com a Coordenação-Geral do Controle da Dívida Pública do Tesouro Brasileiro (CODIV), que ficou sendo a instituição credora da quase totalidade dessas apólices, a maior parte dessa dívida renegociada através do Decreto foi resgatada, sendo os títulos emitidos em dólares chamados para resgate, com a última chamada ocorrida em 1968 e 1978.

Contudo, com relação aos títulos em libras, segundo a mesma fonte oficial "...há ainda em circulação um estoque reduzido. Vários foram chamados para resgate estando os recursos disponíveis com os agentes pagadores respectivos aguardando apresentação nos prazos determinados para cada papel"<sup>13</sup>. O governo brasileiro, inclusive, transferiu recursos para agentes pagadores no exterior oficialmente credenciados, devendo o resgate ser realizado na moeda original de emissão, como também determinava o Decreto original<sup>14</sup>.

É importante lembrar que os títulos emitidos no final do século XIX e começo do século XX traziam cupons anexados com valor nominal exatamente igual ao valor da taxa de juros cobrada sobre o principal. Em outras palavras, os cupons representavam, no fundo, outra apólice, além da referente ao principal, correspondendo à cobrança de juros de cada apólice. Os juros cobrados dessa forma eram semestrais, com vencimentos em duas datas específicas de cada ano.

A Secretaria do Tesouro Nacional publica em sua página web, de acordo com o CODIV<sup>15</sup>, a relação dos títulos de dívida externa federal, estadual e municipal, emitidos em libras e renegociados pelo Plano A do Decreto, que ainda estão vigentes e possuem saldos a resgatar. Contudo, uma análise mais aprofundada dos títulos considerados prescritos ou que foram chamados a resgate, de acordo com as informações apresentadas na mesma página web, leva a resultados contraditórios.

---

<sup>13</sup> CODIV, Secretaria do Tesouro Federal. Curiosamente, mesmo definindo agentes pagadores no exterior como o Banco Rothschild & Sons Ltd., o Lloyds e o HSBC, a única parte da página web do Tesouro dedicada à dívida pública interna e externa que não tem tradução oficial para o inglês é a parte referente aos títulos do Decreto-Lei 6019/43 vigentes.

<sup>14</sup> Senado Federal, Op. Cit., Artigo 13.

<sup>15</sup> CODIV, Op. Cit.

É o caso, por exemplo, de alguns títulos emitidos pelo Estado da Bahia em 1904, 1913, 1928 e 1915. No caso dos três primeiros, a lista oficial do CODIV observa que os mesmos foram chamados a resgate em 1998, no caso do primeiro e do terceiro, e em 1999, no caso do segundo. Todavia, consultando-se o site oficial da Financial Services Authority (FSA)<sup>16</sup>, entidade privada encarregada da regulação do sistema financeiro inglês, encontram-se os três títulos anteriormente citados como ainda vigentes. O mesmo ocorre com o título emitido em 1915, que na lista do CODIV aparece como prescrito. A análise da Lei de Orçamento Anual (LOA) do governo do Estado da Bahia<sup>17</sup> descarta a possibilidade dessas obrigações haverem retornado para os agentes emissores originais, como consta nos contratos originais desses títulos, depois de passado o prazo estipulado para resgate.

Também aparecem inconsistências do mesmo tipo com dois títulos emitidos pelo Município do Rio de Janeiro (Distrito Federal) e pelo Estado do Rio de Janeiro em 1904 e 1927 (com juros de 5,5%), respectivamente. Na lista do CODIV esses títulos aparecem como chamados a resgate em 2002 e 1997, respectivamente. Contudo, a consulta ao site do FSA também permite confirmar a vigência de ambos títulos, enquanto nas LOAs de 2002 a 2009 do Governo do Estado do Rio de Janeiro<sup>18</sup> aparecem os recursos orçados para o pagamento da primeira dessas obrigações.

Na página web do Tesouro Nacional não há nenhuma referência aos critérios utilizados para considerar a prescrição dos títulos, nem tampouco existe informação sobre o destino daqueles que se dizem chamados a resgate.

---

<sup>16</sup> [www.fsa.gov.uk/ukla/officialMainList.do?view=true](http://www.fsa.gov.uk/ukla/officialMainList.do?view=true).

<sup>17</sup> [www.seplan.ba.gov.br/i\\_lei\\_orcamentaria.htm](http://www.seplan.ba.gov.br/i_lei_orcamentaria.htm).

<sup>18</sup> [www.fazenda.rj.gov.br/portal/ShowBinary/BEA%20Repository/site\\_fazenda/informacao/controleinterno/relatorio\\_contas/reldezfinal\\_2001.pdf](http://www.fazenda.rj.gov.br/portal/ShowBinary/BEA%20Repository/site_fazenda/informacao/controleinterno/relatorio_contas/reldezfinal_2001.pdf); [www.fazenda.rj.gov.br/portal/ShowBinary/BEA%20Repository/site\\_fazenda/informacao/contabeis/contadegestao/2002/balancos/002/V2\\_02.pdf](http://www.fazenda.rj.gov.br/portal/ShowBinary/BEA%20Repository/site_fazenda/informacao/contabeis/contadegestao/2002/balancos/002/V2_02.pdf); [www.fazenda.rj.gov.br/portal/index.portal?\\_nfpb=true&\\_pageLabel=contabeis&file=/informacao/contabeis/contadegestao/2003/volume2/se](http://www.fazenda.rj.gov.br/portal/index.portal?_nfpb=true&_pageLabel=contabeis&file=/informacao/contabeis/contadegestao/2003/volume2/se); [www.fazenda.rj.gov.br/portal/index.portal?\\_nfpb=true&\\_pageLabel=contabeis&file=/informacao/contabeis/contadegestao/2005/volume2/secao02](http://www.fazenda.rj.gov.br/portal/index.portal?_nfpb=true&_pageLabel=contabeis&file=/informacao/contabeis/contadegestao/2005/volume2/secao02); [www.fazenda.rj.gov.br/portal/index.portal?\\_nfpb=true&\\_pageLabel=contabeis&file=/informacao/contabeis/contadegestao/2006/volume2/secao02](http://www.fazenda.rj.gov.br/portal/index.portal?_nfpb=true&_pageLabel=contabeis&file=/informacao/contabeis/contadegestao/2006/volume2/secao02); [www.fazenda.rj.gov.br/portal/index.portal?\\_nfpb=true&\\_pageLabel=contabeis&file=/informacao/contabeis/contadegestao/2007/volume2/secao02](http://www.fazenda.rj.gov.br/portal/index.portal?_nfpb=true&_pageLabel=contabeis&file=/informacao/contabeis/contadegestao/2007/volume2/secao02); [www.planejamento.rj.gov.br/OrcamentoRJ/Livro\\_LOA\\_Sancao\\_2008.pdf](http://www.planejamento.rj.gov.br/OrcamentoRJ/Livro_LOA_Sancao_2008.pdf); [www.fazenda.rj.gov.br/portal/index.portal?\\_nfpb=true&\\_pageLabel=contabeis&file=/informacao/contabeis/contadegestao/2008/volume2/secao02](http://www.fazenda.rj.gov.br/portal/index.portal?_nfpb=true&_pageLabel=contabeis&file=/informacao/contabeis/contadegestao/2008/volume2/secao02).

Assim, dada a pouca transparência como são tratados esses títulos, e estando sua vigência atestada pelo site da FSA e pelas LOAs do Governo do Estado do Rio de Janeiro, optou-se por considerá-los na estimativa do “esqueleto fiscal” do DL 6019/43, adicionando-se aos títulos do Plano A considerados vigentes, como pode ser visto na Tabela 1.

**TABELA 1**  
**TÍTULOS DA DÍVIDA EXTERNA EMITIDOS EM LIBRAS E**  
**RENEGOCIADOS PELO PLANO A DO DL 6019/43**  
**COM SALDOS POR PAGAR**

Emissor	Ano	Juros	Emissão	Venc. Principal	Venc. Cupons	Venc. 1º Cupom	Nº Cupons
UNIÃO	1883	4,5%	23/01/1883	31/12/1921	01/06 e 01/12	01/06/1884	76
UNIÃO	1888	4,5%	10/04/1888	01/04/1926	01/04 e 01/10	01/10/1888	76
UNIÃO	1889	4,0%	29/04/1890	01/04/1946	01/01 e 01/07	01/07/1890	112
UNIÃO	1895	5,0%	17/07/1895	01/07/1925	01/01 e 01/07	01/01/1896	60
UNIÃO	1898	5,0%	15/06/1898	01/06/1961	01/01; 01/04; 01/07; 01/10	01/10/1901	121
UNIÃO	1901	4,0%	19/07/1901	01/07/1962	01/01 e 01/07	01/01/1903	120
UNIÃO	1903	5,0%	20/05/1903	01/05/1933	01/05 e 01/11	01/11/1903	60
Município de Porto Alegre	1909	5,0%	04/06/1909	04/06/1944	20/06 e 20/12	20/06/1909	70
UNIÃO	1910	4,0%	03/02/1910	01/02/1967	01/02 e 01/08	01/08/1910	114
UNIÃO - Lloyd	1910	4,0%	05/05/1910	01/03/1922	01/03 e 01/09	01/09/1910	24
UNIÃO - Obras do Porto	1911	4,0%	27/03/1911	01/03/1927	01/03 e 01/09	01/09/1911	29
UNIÃO - V. Cearense	1911	4,0%	11/03/1912	01/03/1972	01/01 e 01/06	01/06/1912	124
UNIÃO - O. Div. Portos	1913	5,0%	05/05/1913	01/05/1953	01/01 e 01/06	01/01/1914	79
UNIÃO	1914	5,0%	19/10/1914	01/10/1977	01/05 e 01/11	01/11/1914	126
UNIÃO	1927	6,5%	11/10/1927	15/10/1957	15/04 e 15/10	15/10/1927	61
UNIÃO - 20 Anos	1931	5,0%	14/03/1931	01/03/1951	01/01 e 01/06	01/06/1931	40
UNIÃO - 40 Anos	1931	5,0%	14/03/1932	01/03/1971	01/01 e 01/06	01/06/1931	80
Município do Recife	1910	5,0%	01/10/1910	21/04/1960	01/05 e 01/11	01/05/1911	98
Município de Santos	1927	7,0%	14/07/1927	14/07/1957	01/06 e 01/12	01/12/1927	60
Município de Pelotas	1911	5,0%	20/05/1911	20/05/1961	30/06 e 31/12	30/06/1912	99
Estado de Minas Gerais	1928	6,5%	14/03/1928	01/03/1958	01/03 e 01/09	01/09/1928	60
Distrito Federal	1904	5,0%	03/08/1904	01/10/1954	01/04 e 01/10	01/04/1905	100
Estado do Rio de Janeiro	1927	5,5%	28/04/1927	01/04/1949	01/04 e 01/10	01/10/1927	44
Estado do Rio de Janeiro	1927	7,0%	29/04/1927	15/12/1964	15/06 e 15/12	15/12/1927	75
Município de Niterói	1928	7,0%	25/02/1928	25/02/1968	15/06 e 15/12	15/06/1928	80
Estado da Bahia	1904	5,0%	21/12/1904	01/05/1955	01/05 e 01/11	01/05/1905	101
Estado da Bahia	1913	5,0%	22/04/1913	01/07/1963	01/01 e 01/07	01/07/1913	101
Estado da Bahia	1915	5,0%	29/01/1915	01/01/1944	01/01 e 01/07	01/07/1915	58
Estado da Bahia	1928	5,0%	10/01/1928	01/01/1962	01/01 e 01/07	01/07/1928	68

Fonte: Senado Federal, Tesouro Brasileiro (CODIV), Bouças (1932, 1942, 1946, 1950) e The Rothschild Archive.

Por sua vez, a Tabela 2 mostra a lista dos títulos considerados vigentes pelo CODIV, mas que se referem ao Plano B do mesmo Decreto. No caso desse segundo grupo de títulos renegociados não se encontrou nenhuma inconsistência entre as listas oficiais de prescrição e resgate e as informações obtidas no site do FSA e nas LOAs dos diversos estados e municípios originalmente emissores.

As duas tabelas apresentam, ademais, dados detalhados para cada um dos títulos, tais como agente emissor, data de emissão, taxa de juros aplicada, vencimento do principal, vencimento dos cupons, vencimento do primeiro cupom e número total de cupons.

**TABELA 2**  
**TÍTULOS DA DÍVIDA EXTERNA EMITIDOS EM LIBRAS E**  
**RENEGOCIADOS PELO PLANO B DO DL 6019/43**  
**COM SALDOS POR PAGAR**

Emissor	Ano	Juros	Emissão	Venc. Principal	Venc. Cupons	Venc. 1º Cupom	Nº Cupons
Estado do Pará	1901	5,0%	11/01/1901	01/01/1951	01/01 e 01/07	01/07/1902	99
Estado do Pará	1907	5,0%	04/03/1907	01/01/1943	01/01 e 01/07	01/07/1907	72
Estado do Pará	1915	5,0%	09/12/1915	01/01/1956	01/01 e 01/07	01/01/1916	81
Estado de Alagoas	1906	5,0%	08/03/1909	05/04/1958	01/01 e 01/07	01/07/1909	98
Município de Manaus	1906	5,5%	20/04/1906	20/04/1956	01/05 e 01/11	01/11/1906	99
Município de Belém	1905	5,0%	03/03/1905	03/03/1955	01/01 e 01/07	01/07/1905	100
Município de Belém	1906	5,0%	03/10/1906	03/10/1956	01/01 e 01/07	01/01/1907	100
Município de Belém	1912	5,0%	26/02/1912	26/02/1962	01/01 e 01/07	01/07/1912	100
Município de Belém	1915	5,0%	15/11/1915	01/01/1958	01/01 e 01/07	01/07/1916	84
Município de Belém	1919	6,0%	30/06/1919	30/06/1929	01/01 e 01/07	01/01/1920	19
Município de Salvador	1931	4,0%	30/07/1931	30/07/1981	01/02 e 01/08	01/08/1931	100
Município de Belo Horizonte	1905	6,0%	01/01/1905	01/01/1933	01/01 e 01/07	01/07/1905	57

Fonte: Senado Federal, Tesouro Brasileiro (CODIV), Bouças (1932, 1942, 1946, 1950) e The Rothschild Archive.

Tal como pode ser visto nas tabelas anteriores, os 41 títulos listados compreendem em sua maioria apólices da dívida externa do governo federal brasileiro, emitidas entre 1883 e 1931, e apólices emitidas pelos estados e

municípios brasileiros, com destaque para o Estado do Pará e para o Município de Belém, emitidas entre 1901 e 1931<sup>19</sup>. Além disso, o vencimento do principal desses títulos estava previsto, em geral, para a primeira metade do século passado, com taxas de juros anuais variáveis segundo a apólice para o Plano A, e iguais a 3,75% para os títulos renegociados pelo Plano B.

#### 4.2. Estimativa do Saldo Total em Circulação dos Títulos Renegociados pelo DL 6019/43

Uma primeira dificuldade para estimar o valor atualizado do “esqueleto fiscal” do DL 6019/43 é a falta de informação sobre os saldos não resgatados desses títulos, pois nem o Tesouro nem nenhuma outra fonte oficial do governo brasileiro informam a quanto correspondem esses saldos. O CODIV limita-se a esclarecer que “os valores do principal e de eventuais cupons dos juros listados pelo Artigo 1º (Plano A) são pagos pelos respectivos valores nominais registrados na face do papel. Já aqueles listados pelo Artigo 2º são resgatáveis por 12% do valor de principal registrado na face.”<sup>20</sup>. Essas regras de pagamento já estavam presentes nos artigos 1º e 2º do Decreto-Lei 6019/43 anteriormente mencionados, pois os títulos renegociados pelo Plano A mantinham o valor original do principal, embora considerassem importantes reduções nas taxas de juros anuais originais. No caso das apólices renegociadas pelo Plano B, a redução de 12% no principal já constava no mesmo Decreto em seu artigo 2º.

Os autores do presente trabalho, na tentativa de obter o saldo em circulação dessas dívidas contataram a equipe técnica do CODIV, que após alegar que todos os títulos anteriores estavam prescritos, contrariando a própria informação veiculada pelo órgão, responderam não saber se estavam oficialmente autorizados a revelar seu estoque atual. Seguindo recomendação

---

<sup>19</sup> Para uma explicação pormenorizada dos motivos das emissões desses títulos por parte do governo federal, estados e municípios, veja-se Bouças (1942, 1950). Abreu (1985) também realiza uma interessante análise do endividamento externo brasileiro ocorrido durante o mesmo período.

<sup>20</sup> CODIV, Op. Cit.

da mesma equipe técnica, foi enviado um e-mail à Ouvidoria da Secretaria do Tesouro Nacional, que após uma semana respondeu que “as informações sobre o estoque da dívida pública interna e externa disponibilizadas ao público em geral podem ser verificadas na página do Tesouro Nacional na internet...”.

Dadas as dificuldades anteriores, os autores contataram o administrador desses títulos junto ao Banco Rothschild, que é o agente pagador no exterior desses títulos, atuando em benefício do governo brasileiro. Após o não recebimento de resposta à consulta sobre o saldo da dívida por e-mail, realizou-se um contato telefônico, onde inicialmente o administrador alegou desconhecimento sobre o estoque atual dos saldos remanescentes. Perguntado, então, sobre o montante de recursos que o banco inglês haveria recebido para resgatar os títulos, e que poderia ser uma *proxy* do seu valor, o funcionário disse não estar autorizado a revelar essa informação, sugerindo que o governo brasileiro fosse consultado.

Esgotadas as possibilidades anteriores, os autores recorreram à ajuda dos assessores econômicos do Senado brasileiro, pois existe uma plataforma eletrônica de informações do orçamento do governo federal brasileiro, conhecida como SIGA BRASIL<sup>21</sup>. Após consultar a plataforma, com a ajuda competente, eficiente e plena de espírito autêntico de serviço público dos assessores econômicos do Senado, pelos quais os autores nutrem imensa gratidão, descobriu-se que seria impossível obter os dados procurados. A única informação existente para o orçamento público de 2009 referente aos títulos vigentes do DL 60019/43 aglutina informação referente a vários acordos de renegociação da dívida externa, incluindo os acordos com o Clube de Paris, Brazil Investment Bond (BIB), Bond Exchange Agreement (BEA), entre outros. Sendo assim, seria impossível obter, por separado, a provisão destinada no orçamento federal desse ano para o pagamento desse passivo, que funcionaria como uma *proxy* do saldo não resgatado e não atualizado desses títulos.

---

<sup>21</sup> [www.senado.gov.br/portal/page/portal/orcamento\\_senado/SigaBrasil](http://www.senado.gov.br/portal/page/portal/orcamento_senado/SigaBrasil).

Finalmente, realizou-se uma pesquisa em todas as LOAs da União, Estados e municípios emissores dos títulos considerados nas Tabelas 1 e 2 anteriores, na tentativa de encontrar alguma informação, caso esses passivos tivessem retornado a seus emissores de origem. A consulta à LOA do Governo Federal não foi particularmente esclarecedora, pois, tal como foi mencionado no parágrafo anterior, nos períodos mais recentes não existe explicitação dos recursos alocados para o pagamento das dívidas referentes ao DL 6019/43.

Contudo, a LOA de 2003 registra que o saldo não resgatado desses passivos alcançava a R\$ 1.290.96122, enquanto os dados da execução da dívida pública federal externa de 200523 e 200624 informam que o montante resgatado correspondia a aproximadamente R\$ 100.000 e R\$ 154.197, respectivamente<sup>25</sup>. Sendo assim, e ante a impossibilidade de obter informações mais recentes sobre o saldo em circulação dos títulos do DL 6019/43, optou-se por estimar o valor atualizado desse “esqueleto fiscal” em 2006, deduzindo-se do saldo registrado em 2003, além da amortização de R\$ 154.197 realizada em 2006, um montante de R\$ 200.000, sob a hipótese de que durante 2004 e 2005 o governo manteve o mesmo padrão de amortização observado em 2005 (pagamento anual de R\$ 100.000). Em outras palavras, trabalhou-se com a premissa de que o saldo total em circulação dos títulos da União referentes ao DL 6019/43 alcançaria a aproximadamente R\$ 973.337 (cerca de 238.747 libras esterlinas).

Além disso, a análise detalhada das LOAs do Estado do Rio de Janeiro e do Estado de Minas Gerais durante o período 2002-2009<sup>26</sup> resultou

---

<sup>22</sup> [www.camara.gov.br/internet/Comissao/index/mista/orca/orcamento/OR2003/info\\_complem/Inciso%2007c\\_Memoria.pdf](http://www.camara.gov.br/internet/Comissao/index/mista/orca/orcamento/OR2003/info_complem/Inciso%2007c_Memoria.pdf)

<sup>23</sup> [www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/downloads/resultado/2006/Nimdez2006.pdf](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/downloads/resultado/2006/Nimdez2006.pdf)

<sup>24</sup> [www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/downloads/resultado/2006/Nimdez2006.pdf](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/downloads/resultado/2006/Nimdez2006.pdf)

<sup>25</sup> Todos os valores convertidos a reais aplicaram a taxa de câmbio vigente em 29/12/2006.

<sup>26</sup> [www.fazenda.mg.gov.br/governo/contadoria\\_geral/demontracoes\\_contabeis/balanco\\_geral/2001/direta.pdf](http://www.fazenda.mg.gov.br/governo/contadoria_geral/demontracoes_contabeis/balanco_geral/2001/direta.pdf); [www.fazenda.mg.gov.br/governo/contadoria\\_geral/demontracoes\\_contabeis/balanco\\_geral/2002/direta.pdf](http://www.fazenda.mg.gov.br/governo/contadoria_geral/demontracoes_contabeis/balanco_geral/2002/direta.pdf); [www.fazenda.mg.gov.br/governo/contadoria\\_geral/relatorio\\_contabil/balanco\\_geral/2003/1admdireta.pdf](http://www.fazenda.mg.gov.br/governo/contadoria_geral/relatorio_contabil/balanco_geral/2003/1admdireta.pdf); [www.fazenda.mg.gov.br/governo/contadoria\\_geral/demontracoes\\_contabeis/balanco\\_geral/2004/1admdireta.pdf](http://www.fazenda.mg.gov.br/governo/contadoria_geral/demontracoes_contabeis/balanco_geral/2004/1admdireta.pdf); [www.fazenda.mg.gov.br/governo/contadoria\\_geral/demontracoes\\_contabeis/balanco\\_geral/2005/1admdireta.pdf](http://www.fazenda.mg.gov.br/governo/contadoria_geral/demontracoes_contabeis/balanco_geral/2005/1admdireta.pdf); [www.fazenda.mg.gov.br/governo/contadoria\\_geral/demontracoes\\_contabeis/balanco\\_geral/2006/1admdireta.pdf](http://www.fazenda.mg.gov.br/governo/contadoria_geral/demontracoes_contabeis/balanco_geral/2006/1admdireta.pdf); [www.fazenda.mg.gov.br/governo/contadoria\\_geral/demontracoes\\_contabeis/balanco\\_geral/2007/1admdireta.pdf](http://www.fazenda.mg.gov.br/governo/contadoria_geral/demontracoes_contabeis/balanco_geral/2007/1admdireta.pdf); [www.fazenda.mg.gov.br/governo/contadoria\\_geral/demontracoes\\_contabeis/balanco\\_geral/2008/a2008\\_direta.pdf](http://www.fazenda.mg.gov.br/governo/contadoria_geral/demontracoes_contabeis/balanco_geral/2008/a2008_direta.pdf).



particularmente interessante, pois, em primeiro lugar, permitiu obter o saldo em circulação exato dos títulos de dívida emitidos em 1904 pelo Município do Rio de Janeiro (Distrito Federal), em 1927 pelo Estado do Rio de Janeiro (com juros de 7%), em 1905 pelo Município de Belo Horizonte e em 1928 pelo Estado de Minas Gerais. Outro ponto relevante salientado por essa análise é que, além da ausência de amortização do saldo devedor desde 2002, não se aplicou qualquer tipo de reajuste ao valor desses saldos durante o período 2002-2009, seja por conceito de correção monetária, como pela aplicação de juros remuneratórios e de mora.

O mesmo se aplicaria ao saldo em circulação dos títulos do DL 6019/43 a cargo da União durante o intervalo 2003-2006. De fato, no documento do CODIV dedicado à divulgação da relação de títulos vigentes do DL 6019/43 mencionado anteriormente, se estabelece claramente que “...não há incidência de qualquer ajuste ou correção sobre os valores de resgate do principal e dos cupons de juros das apólices”. Em outras palavras, o que o Tesouro afirma é que o valor dos saldos não resgatados desses títulos, incluindo seus cupons, não devem ser reajustados para compensar a inflação ocorrida durante mais de um século na maioria dos casos, levando-se em conta sua data de emissão original. Tampouco se deveria considerar a possibilidade do portador desses títulos ou de seus cupons ter capitalizado os montantes a receber durante esse mesmo período de tempo, se esses tivessem sido pagos na data de vencimento original.

Assim, de acordo com as análises anteriores, poder-se-ia estimar que o saldo total não resgatado em 2006 dos títulos referentes ao DL 6019/43 alcançaria a aproximadamente R\$ 2.092.460 (513.254 libras esterlinas), distribuídos de acordo com a Tabela 3.

**TABELA 3**  
**ESTIMATIVA DO SALDO TOTAL EM CIRCULAÇÃO DOS TÍTULOS**  
**DA DÍVIDA EXTERNA RENEGOCIADOS PELO DL 6019/43 (R\$)**

<b>União</b>	<b>973.337</b>
<b>Estado do Rio de Janeiro</b>	<b>590.600</b>
Distrito Federal - 1904	206.816
Estado do Rio de Janeiro - 1927 (7%)	383.784
<b>Estado de Minas Gerais</b>	<b>528.523</b>
Município de Belo Horizonte - 1905	4.240
Estado de Minas Gerais - 1928	524.283
<b>TOTAL</b>	<b>2.092.460</b>

Fonte: Ministério da Fazenda, Secretaria de Planejamento do Estado do Rio de Janeiro, Secretaria de Planejamento do Estado de Minas Gerais e elaboração própria.

4.3. Cenários Para a Estimativa do Valor Atualizado do Saldo Total em Circulação dos Títulos do DL 6019/43

O montante anteriormente estimado não poderia ser considerado diretamente como o valor atualizado do estoque não resgatado dos títulos de dívida externa renegociados a partir do DL 6019/43, pois, com toda certeza, estaria subestimando o verdadeiro valor, dado que, como já foi previamente mencionado, não considera juros e correção monetária em sua determinação. Sendo assim, estamos ante mais um passivo não reconhecido pelo governo brasileiro, um “esqueleto fiscal”, cujo montante e importância somente poderá ser estimado a partir da correta atualização desse estoque.

Todavia, não se dispõe da composição desse saldo em termos de cada um dos títulos anteriores, o que dificulta a aplicação da correção monetária e dos juros necessários para estimar o valor atualizado do “esqueleto fiscal”.

Com efeito, tal como pode ser visualizado nas Tabelas 1 e 2, os títulos renegociados pelo Decreto possuem diferentes datas de emissão e vencimento do principal e dos cupons, que também podem variar em quantidade.

Outra dificuldade inerente à estimativa do “esqueleto fiscal” do DL 6019/43 é a ausência de qualquer informação referente à quantidade de cupons ainda não resgatados para cada uma das apólices consideradas. Tampouco se esclarece se os saldos não resgatados presentes nas LOAs da União, do Estado do Rio de Janeiro e do Estado de Minas Gerais incluem os saldos em circulação relativos aos cupons ou se referem apenas ao principal. Como critério mais conservador, assumiu-se que esses saldos incluem o valor do principal e o valor total dos cupons, de acordo com a seguinte fórmula:

$$(11) \quad S = P + P \times i \times n$$

Onde S representa o saldo em circulação do título considerado; P corresponde ao valor do principal; i é a taxa de juros anual aplicada a cada título e n representa o número de anos compreendidos entre os vencimentos do primeiro e do último cupom. Desse modo, hipóteses alternativas acerca do número de cupons não resgatados e de suas respectivas datas de vencimento deverão alterar o valor do principal de cada um dos títulos considerados, de acordo com a equação (11), o que, por sua vez, deverá alterar o valor atualizado final de cada um dos títulos.

Assim, levando-se em consideração todas essas dificuldades, a estimativa do valor atualizado em 2006 do “esqueleto fiscal” do DL 6019/43 envolverá a construção de uma matriz de quarenta cenários diferentes: quatro hipóteses referentes à distribuição do saldo total em circulação combinadas com dez hipóteses relativas ao número e data de vencimento dos cupons de juros para cada um dos 41 títulos.

As quatro hipóteses referentes à distribuição do saldo total em circulação são as seguintes:

Cenário I: Como o dado mais recente referente aos estoques não resgatados dos títulos do DL 6019/43 data de 1949<sup>27</sup>, Calculou-se, então, a proporção do saldo em circulação de cada um dos títulos anteriores em relação ao estoque total em 1949, e assumiu-se que nesse cenário essa proporção se manteve constante através do tempo. Os quatro títulos emitidos pelo Município do Rio de Janeiro (Distrito Federal) em 1904, pelo Estado do Rio de Janeiro em 1927 (com juros de 7%), pelo Município de Belo Horizonte em 1905 e pelo Estado de Minas Gerais em 1928, respectivamente, não participaram desse rateio, pois como foi mencionado anteriormente, os recursos destinados ao pagamento de seus saldos em circulação aparecem explícitos nas LOAs dos Governos do Estado do Rio de Janeiro e do Estado de Minas Gerais. Posteriormente, ao aplicar a proporção anterior de cada título sobre a estimativa do saldo total não resgatado, obteve-se a proxy correspondente do seu saldo total não resgatado e não atualizado. Contudo, no caso dos quatro títulos mencionados, utilizou-se a informação referente aos saldos em circulação informados nas LOAs para estimar seu estoque não resgatado<sup>28</sup>. A Tabela 4 permite visualizar as proporções do saldo de cada título em relação ao total em circulação em 1949, assim como os consequentes estoques não resgatados e não atualizados estimados em cada caso.

---

<sup>27</sup> Bouças (Op. Cit.).

<sup>28</sup> No presente caso, considerou-se a informação presente na LOA de 2007, que contém os saldos em circulação de julho de 2005. Utilizou-se a taxa de câmbio real-libra desse período para poder expressar em libras o valor desse saldo em circulação.

**TABELA 4**  
**PARTICIPAÇÕES E SALDOS NÃO RESGATADOS ESTIMADOS DOS**  
**TÍTULOS DO DL 6019/43 EMITIDOS EM LIBRAS – CENÁRIO I (%)**

<b>Emissor</b>	<b>Ano</b>	<b>%</b>	<b>£</b>
UNIÃO	1883	1,45	3.461
UNIÃO	1888	2,61	6.222
UNIÃO	1889	13,43	32.059
UNIÃO	1895	6,20	14.795
UNIÃO	1898	6,08	14.505
Estado do Pará	1901	0,23	543
UNIÃO	1901	5,96	14.239
UNIÃO	1903	8,71	20.799
Distrito Federal	1904	-	50.729
Estado da Bahia	1904	0,86	2.058
Município de Belém	1905	0,39	941
Município de Belo Horizonte	1905	-	1.040
Estado de Alagoas	1906	0,06	137
Município de Belém	1906	0,40	945
Município de Manaus	1906	0,04	98
Estado do Pará	1907	0,14	341
Município de Porto Alegre	1909	1,05	2.518
Município de Recife	1910	0,31	739
UNIÃO	1910	6,80	16.239
UNIÃO - Lloyd	1910	0,10	235
Município de Pelotas	1911	0,49	1.167
UNIÃO - Obras do Porto	1911	1,22	2.919
UNIÃO - V. Cearense	1911	1,25	2.990
Município de Belém	1912	0,42	1.012
Estado da Bahia	1913	1,10	2.637
UNIÃO - O. Div. Portos	1913	6,01	14.345
UNIÃO	1914	13,38	31.946
Estado da Bahia	1915	0,86	2.058
Estado do Pará	1915	0,43	1.037
Município de Belém	1915	0,31	744
Município de Belém	1919	0,18	437
Estado do Rio de Janeiro	1927	1,76	4.203
Estado do Rio de Janeiro	1927	-	94.137
Município de Santos	1927	2,26	5.397
UNIÃO	1927	6,75	16.112
Estado de Minas Gerais	1928	-	128.600
Estado da Bahia	1928	0,40	963
Município de Niterói	1928	0,71	1.698
Município de Salvador	1931	0,17	394
UNIÃO 20a	1931	1,29	3.078
UNIÃO 40a	1931	6,17	14.736
<b>TOTAL</b>		<b>100,00</b>	<b>513.254</b>

Fonte: Elaboração própria.

Cenário II: No caso desse cenário, assumiu-se que a distribuição do saldo total em circulação dos títulos do DL 6019/43 considerados no presente trabalho estaria concentrada nas apólices cuja data de emissão é mais antiga, compreendendo o período 1883-1907<sup>29</sup>. Desse modo, adotou-se como premissa que a participação conjunta dos títulos emitidos durante esse período em relação ao saldo total alcança a 60%, em contraposição a 40% de participação dos títulos cuja emissão foi realizada depois de 1907. Evidentemente, a exemplo do cenário anterior, esse novo rateio excluiu os títulos cujo saldo em circulação consta nas LOAs dos Estados do Rio de Janeiro e de Minas Gerais para o período 2001-2009, mantendo-se esses mesmos saldos para efeitos de atualização posterior. Também como no cenário anterior, aplicou-se a proporção calculada para os outros títulos sobre o estoque total não resgatado estimado para obter a proxy do seu saldo total não resgatado e não atualizado. A Tabela 5 permite visualizar a participação obtida para cada título e a correspondente estimativa de seu estoque em circulação.

---

<sup>29</sup> A escolha arbitrária da divisão entre títulos relativamente “velhos” e “novos” levou em consideração a quantidade imediatamente anterior à metade aproximada dos 41 títulos, cuja utilização foi impossibilitada por recair em um título emitido em 1910, o que implicaria separá-lo de algum dos outros dois cuja data de emissão também foi 1910.

**TABELA 5**  
**PARTICIPAÇÕES E SALDOS NÃO RESGATADOS ESTIMADOS DOS**  
**TÍTULOS DO DL 6019/43 EMITIDOS EM LIBRAS – CENÁRIO II (%)**

<b>Emissor</b>	<b>Ano</b>	<b>%</b>	<b>£</b>
UNIÃO	1883	1,87	4.460
UNIÃO	1888	3,36	8.019
UNIÃO	1889	17,31	41.321
UNIÃO	1895	7,99	19.070
UNIÃO	1898	7,83	18.695
Estado do Pará	1901	0,29	699
UNIÃO	1901	7,69	18.352
UNIÃO	1903	11,23	26.807
Distrito Federal	1904		50.729
Estado da Bahia	1904	1,11	2.652
Município de Belém	1905	0,51	1.213
Município de Belo Horizonte	1905		1.040
Estado de Alagoas	1906	0,07	176
Município de Belém	1906	0,51	1.217
Município de Manaus	1906	0,05	126
Estado do Pará	1907	0,18	439
Município de Porto Alegre	1909	0,79	1.885
Município de Recife	1910	0,23	553
UNIÃO	1910	5,09	12.153
UNIÃO - Lloyd	1910	0,07	176
Município de Pelotas	1911	0,37	873
UNIÃO - Obras do Porto	1911	0,91	2.184
UNIÃO - V. Cearense	1911	0,94	2.238
Município de Belém	1912	0,32	758
Estado da Bahia	1913	0,83	1.974
UNIÃO - O. Div. Portos	1913	4,50	10.736
UNIÃO	1914	10,01	23.908
Estado da Bahia	1915	0,64	1.540
Estado do Pará	1915	0,33	776
Município de Belém	1915	0,23	557
Município de Belém	1919	0,14	327
Estado do Rio de Janeiro	1927	1,32	3.145
Estado do Rio de Janeiro	1927		94.137
Município de Santos	1927	1,69	4.039
UNIÃO	1927	5,05	12.058
Estado de Minas Gerais	1928		128.600
Estado da Bahia	1928	0,30	721
Município de Niterói	1928	0,53	1.271
Município de Salvador	1931	0,12	295
UNIÃO 20a	1931	0,96	2.304
UNIÃO 40a	1931	4,62	11.028
<b>TOTAL</b>		<b>100,00</b>	<b>513.254</b>

Fonte: Elaboração própria.

Cenário III: Esse cenário é justamente o inverso do anterior, ao assumir-se que a distribuição do saldo total em circulação se concentra nos títulos relativamente mais “novos”, emitidos durante o período 1909-1931. Assim, adotou-se como premissa que a participação conjunta desses títulos alcança a 60% do total, enquanto as apólices emitidas durante o período 1883-1907 correspondem a 40%. A Tabela 6 apresenta as participações e os saldos em circulação estimados para cada um dos títulos considerados.



**TABELA 6**  
**PARTICIPAÇÕES E SALDOS NÃO RESGATADOS ESTIMADOS DOS**  
**TÍTULOS DO DL 6019/43 EMITIDOS EM LIBRAS – CENÁRIO III (%)**

<b>Emissor</b>	<b>Ano</b>	<b>%</b>	<b>£</b>
UNIÃO	1883	1,25	2.974
UNIÃO	1888	2,24	5.346
UNIÃO	1889	11,54	27.547
UNIÃO	1895	5,32	12.713
UNIÃO	1898	5,22	12.463
Estado do Pará	1901	0,20	466
UNIÃO	1901	5,12	12.235
UNIÃO	1903	7,49	17.872
Distrito Federal	1904	0,00	50.729
Estado da Bahia	1904	0,74	1.768
Município de Belém	1905	0,34	809
Município de Belo Horizonte	1905	0,00	1.040
Estado de Alagoas	1906	0,05	117
Município de Belém	1906	0,34	812
Município de Manaus	1906	0,04	84
Estado do Pará	1907	0,12	293
Município de Porto Alegre	1909	1,18	2.827
Município de Recife	1910	0,35	830
UNIÃO	1910	7,64	18.230
UNIÃO - Lloyd	1910	0,11	263
Município de Pelotas	1911	0,55	1.310
UNIÃO - Obras do Porto	1911	1,37	3.277
UNIÃO - V. Cearense	1911	1,41	3.357
Município de Belém	1912	0,48	1.136
Estado da Bahia	1913	1,24	2.961
UNIÃO - O. Div. Portos	1913	6,75	16.104
UNIÃO	1914	15,02	35.862
Estado da Bahia	1915	0,97	2.310
Estado do Pará	1915	0,49	1.164
Município de Belém	1915	0,35	835
Município de Belém	1919	0,21	490
Estado do Rio de Janeiro	1927	1,98	4.718
Estado do Rio de Janeiro	1927	0,00	94.137
Município de Santos	1927	2,54	6.058
UNIÃO	1927	7,58	18.087
Estado de Minas Gerais	1928	0,00	128.600
Estado da Bahia	1928	0,45	1.081
Município de Niterói	1928	0,80	1.907
Município de Salvador	1931	0,19	442
UNIÃO 20a	1931	1,45	3.455
UNIÃO 40a	1931	6,93	16.543
<b>TOTAL</b>		<b>100,00</b>	<b>513.254</b>

Fonte: Elaboração própria.

Cenário IV: Esse quarto cenário relativo à participação dos títulos no saldo total em circulação assume que os únicos títulos considerados são aqueles cujo agente pagador externo, de acordo com as informações da página web do Tesouro, é o Banco Rothschild de Londres. A justificativa para um cenário tão extremo repousaria no fato de que na LOA do Governo Federal de 2003, de onde foi obtida a estimativa do saldo não resgatado pela União, aparece o termo “Rothschild” como designativo genérico para os títulos renegociados pelo DL 6019/43. Os autores novamente tentaram contatar o CODIV para obter maiores esclarecimentos, sem obter, contudo, nenhuma informação adicional. Do mesmo modo, os saldos não resgatados e não atualizados de cada título foram obtidos ao aplicar-se as proporções calculadas no estoque total em circulação estimado, excluindo-se mais uma vez os quatro títulos cujos saldos em circulação podem ser obtidos nas LOAs dos Estados do Rio de Janeiro e de Minas Gerais. Essas informações são apresentadas na Tabela 7.

**TABELA 7**  
**PARTICIPAÇÕES E SALDOS NÃO RESGATADOS ESTIMADOS DOS**  
**TÍTULOS DO DL 6019/43 EMITIDOS EM LIBRAS – CENÁRIO IV (%)**

<b>Emissor</b>	<b>Ano</b>	<b>%</b>	<b>£</b>
UNIÃO	1883	1,61	3.856
UNIÃO	1888	2,90	6.932
UNIÃO	1889	14,96	35.717
UNIÃO	1895	6,90	16.484
UNIÃO	1898	6,77	16.160
Estado do Pará	1901	0,25	604
UNIÃO	1901	6,64	15.864
UNIÃO	1903	9,71	23.172
Distrito Federal	1904	-	50.729
Estado da Bahia	1904	0,00	0
Município de Belém	1905	0,44	1.049
Município de Belo Horizonte	1905	-	1.040
Estado de Alagoas	1906	0,06	152
Município de Belém	1906	0,00	0
Município de Manaus	1906	0,05	109
Estado do Pará	1907	0,16	380
Município de Porto Alegre	1909	1,18	2.806
Município de Recife	1910	0,00	0
UNIÃO	1910	7,58	18.092
UNIÃO - Lloyd	1910	0,11	261
Município de Pelotas	1911	0,00	0
UNIÃO - Obras do Porto	1911	1,36	3.252
UNIÃO - V. Cearense	1911	1,40	3.331
Município de Belém	1912	0,00	0
Estado da Bahia	1913	0,00	0
UNIÃO - O. Div. Portos	1913	6,69	15.982
UNIÃO	1914	14,91	35.591
Estado da Bahia	1915	0,00	0
Estado do Pará	1915	0,48	1.156
Município de Belém	1915	0,00	0
Município de Belém	1919	0,00	0
Estado do Rio de Janeiro	1927	0,00	0
Estado do Rio de Janeiro	1927	-	94.137
Município de Santos	1927	0,00	0
UNIÃO	1927	7,52	17.951
Estado de Minas Gerais	1928	-	128.600
Estado da Bahia	1928	0,00	0
Município de Niterói	1928	0,00	0
Município de Salvador	1931	0,00	0
UNIÃO 20a	1931	1,44	3.429
UNIÃO 40a	1931	6,88	16.418
<b>TOTAL</b>		<b>100,00</b>	<b>513.254</b>

Fonte: Elaboração própria.

Por sua vez, com relação aos cenários relativos ao número e datas de vencimento dos cupons de juros de cada um dos títulos renegociados pelo DL 6019/43, realizaram-se as seguintes suposições: um cenário base, que supõe que a totalidade dos cupons permanece sem resgate; um cenário que assume que 10% dos cupons com vencimento no início da vigência do contrato permanece em circulação; o mesmo cenário anterior, com a diferença que os 10% possuem resgate próximo à data da última amortização; um cenário com 33% dos cupons não resgatados com vencimento no início; um cenário idêntico em quanto à quantidade de cupons, mas que assume que sua data de vencimento se concentra no final do período; um cenário que supõe a existência de 50% dos cupons em circulação com data de resgate concentrada próxima à data de emissão das apólices; um cenário com a mesma quantidade que o anterior, supondo que a data de pagamento se concentra próximo à data de vencimento do principal de cada título; um cenário com 75% dos cupons não resgatados e com vencimento próximo à data de emissão original de cada título; um cenário com a mesma quantidade de cupons, assumindo que o resgate de cada um se concentra no final do período; e, finalmente, um cenário que supõe que a totalidade dos cupons já foi previamente resgatada, ou seja, um cenário com zero cupons de juros.

A combinação desses dez cenários relativos à quantidade e ao prazo de vencimento dos cupons de cada título com as quatro hipóteses anteriores referentes à participação de cada título em relação ao saldo total em circulação significou um grande esforço de simulação: a construção de 1.640 rotinas computacionais do MATLAB e a utilização de 64.000 planilhas Excel. A Tabela 8 resume a matriz implícita de todos os cenários considerados.

**TABELA 8**  
**MATRIZ DE CENÁRIOS CONSIDERADOS PARA A ESTIMATIVA DO**  
**SALDO TOTAL DOS TÍTULOS DO DL 6019/43**

<b>Cenário I</b>	<b>Cenário II</b>	<b>Cenário III</b>	<b>Cenário IV</b>
10% Cupons Início	10% Cupons Início	10% Cupons Início	10% Cupons Início
10% Cupons Final	10% Cupons Final	10% Cupons Final	10% Cupons Final
33% Cupons Início	33% Cupons Início	33% Cupons Início	33% Cupons Início
33% Cupons Final	33% Cupons Final	33% Cupons Final	33% Cupons Final
50% Cupons Início	50% Cupons Início	50% Cupons Início	50% Cupons Início
50% Cupons Final	50% Cupons Final	50% Cupons Final	50% Cupons Final
75% Cupons Início	75% Cupons Início	75% Cupons Início	75% Cupons Início
75% Cupons Final	75% Cupons Final	75% Cupons Final	75% Cupons Final
100% Cupons	100% Cupons	100% Cupons	100% Cupons
0% Cupons	0% Cupons	0% Cupons	0% Cupons

Fonte: Elaboração própria.

Assumindo-se, devido à falta de informação, que todos esses 40 cenários apresentariam igual probabilidade de ocorrência, o valor atualizado (esperado) final de cada título será exatamente igual à média aritmética do valor estimado de cada título em cada um dos quarenta cenários.

Como pode ser notado, toda a complexidade envolvida na estimativa dos títulos da dívida pública externa brasileira renegociados pelo DL 6019/43 decorre da falta de informação sobre o valor das apólices e a quantidade, a data de vencimento e o valor dos cupons. Por esse motivo, os valores atualizados totais estimados para cada título nesse trabalho não devem servir como base para a atualização individual de suas apólices, onde o valor do principal, a quantidade, o valor e as datas de vencimento dos cupons são conhecidos com certeza. Contudo, a metodologia utilizada na atualização de cada um dos 41 títulos considerados, que será descrita na próxima seção, poderá servir ao propósito de valoração de suas apólices individuais.

## 5. Metodologia para Estimar o Valor Atualizado do “Esqueleto Fiscal” Externo

### 5.1. Correção Monetária

Para efetuar a atualização de cada título considerado, o primeiro passo seria levar a cabo a correção monetária dos valores nominais do principal, de acordo com a equação (11), e de cada cupom de juros, desde a sua data de emissão. O índice de preços utilizado para a presente atualização foi o deflator implícito do PIB do Reino Unido, que apresenta uma estimativa mais geral para a inflação ocorrida durante o período considerado. Para o período completo 1883-2006, foram aplicadas as estimativas do deflator de preços do PIB do Reino Unido calculadas por Officer (2008a).

### 5.2. Custo de oportunidade do capital

A correção monetária aplicada aos valores nominais do principal e dos cupons de cada título representou um primeiro passo para expressá-los em valores atualizados, tendo também que ser considerada a possibilidade de capitalizá-los à taxa de mercado, desde as suas respectivas datas de vencimento até o presente momento.

Uma vez que o principal e os cupons permaneceram em libras ao longo de todo o período, optou-se por supor seus ganhos em juros à taxa de juros de longo prazo do mercado britânico para cada ano considerado. A taxa de juros nominal de longo prazo no Reino Unido para o período 1883-2006 foi obtida a partir das estimativas de Officer (2008b). Tecnicamente, optou-se por utilizar a chamada taxa contemporânea (*contemporary series*), que representaria a taxa de juros efetiva para cada ano, em contraste com a

chamada taxa consistente (*consistent series*), na qual o mencionado autor faz a série anterior de juros ser compatível com a taxa de mercado para 2001.

No entanto, ao aplicar a correção monetária aos valores nominais do principal e dos cupons, deve-se considerar a possibilidade de ganhos em juros sobre os recursos envolvidos em termos reais. Por definição, a taxa de juros nominal considera implicitamente a taxa esperada de inflação. Assumindo que os agentes econômicos formam expectativas adaptativas e estáticas, a taxa anual real de juros a longo prazo pode, pois, ser obtida, deduzindo-se da taxa anual de juros nominal a taxa de inflação do ano corrente, de novo medida pela variação do deflator do PIB do Reino Unido.

Dado que a taxa de juros nominal de longo prazo é livre de risco, à anterior taxa real de juros deve-se adicionar o prêmio de risco. Não existe um método único para estimar o prêmio de risco e, por isso, optou-se por utilizar o valor médio do prêmio de risco do Reino Unido estimado para o período 1900-2000 por Dimson, Marsh e Staunton (2000) e a estimativa do estudo Barclays Equity-Gilt (2007) para o mesmo período. Desse modo, a *proxy* do prêmio de risco durante o período 1900-1950 seria de 5,41% ao ano, alcançando 7,20% ao ano durante os anos 1951-2007.

Assim, a taxa de juros real anual aplicável ao principal e a cada cupom, desde sua respectiva data de vencimento, pode ser resumida pela seguinte fórmula:

$$(12) \quad r = i - \pi^e + \rho$$

Onde :

$r$  é a taxa de juros real anual;

$i$  é a taxa de juros nominal anual de longo prazo;

$\pi^e$  é a taxa anual de inflação esperada;

$\rho$  é a *proxy* do prêmio de risco anual para o Reino Unido.

Finalmente, para completar a atualização de cada título, é necessário considerar a diversidade de datas de emissão e de vencimento, que em muitos casos correspondem a frações de um determinado mês. Ademais, os cupons possuem resgate semestral, requerendo, assim, serem separados para efeito de aplicação da correção monetária e do custo de oportunidade do capital. Para isso, uma rotina computacional foi criada, permitindo a avaliação de cada título pela metodologia anterior, levando-se em consideração o número exato de dias existentes entre sua emissão e data de vencimento, além de estabelecer corretamente a atualização de cada cupom, de acordo com sua data precisa de vencimento.

## **6. Resultados e Conclusões**

Aplicando juros e correção monetária a cada um dos 41 títulos renegociados a partir do Decreto-Lei 6019/43, obteve-se um valor total médio (esperado) atualizado para 2006 de aproximadamente R\$ 152,1 bilhões. Esse valor estimado excede em muito o valor de R\$ 2,1 milhões provisionado nas LOAs do Governo Federal e dos Governos dos Estados do Rio de Janeiro e Minas Gerais naquele ano, o que configura claramente a existência de um importante “esqueleto fiscal”. A Tabela 9 apresenta o valor atualizado do saldo não resgatado de todos os títulos de dívida externa considerados no presente trabalho.



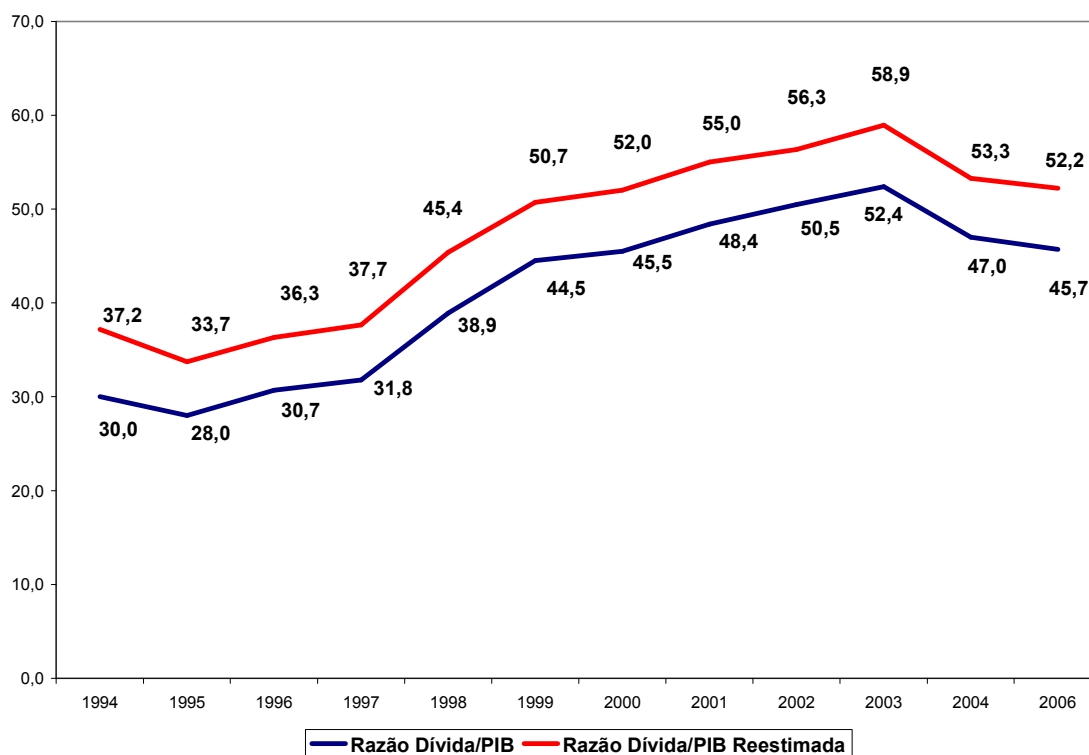
**TABELA 9**  
**VALOR ATUALIZADO DOS SALDOS NÃO RESGATADOS DOS**  
**TÍTULOS DO DL 6019/43 EMITIDOS EM LIBRAS (R\$ Milhões de 2006)**

UNIÃO	1883	11.900
UNIÃO	1888	13.064
UNIÃO	1889	35.464
UNIÃO	1895	22.829
UNIÃO	1898	8.357
UNIÃO	1901	4.682
Estado do Pará	1901	356
UNIÃO	1903	16.175
Estado da Bahia	1904	663
Distrito Federal	1904	16.017
Pref. de Belém	1905	450
Pref. de Belo Horizonte	1905	765
Estado de Alagoas	1906	42
Pref. de Manaus	1906	29
Pref. de Belém	1906	375
Estado do Pará	1907	168
Mun. de Porto Alegre	1909	764
UNIÃO	1910	2.322
UNIÃO - Lloyd	1910	321
Mun. de Recife	1910	120
UNIÃO - Obras do Porto	1911	2.101
UNIÃO - V. Cearense	1911	314
Mun. de Pelotas	1911	164
Pref. de Belém	1912	196
UNIÃO - O. Div. Portos	1913	2.321
Estado da Bahia	1913	296
UNIÃO	1914	3.720
Estado do Pará	1915	152
Pref. de Belém	1915	98
Estado da Bahia	1915	436
Pref. de Belém	1919	109
UNIÃO	1927	488
Mun. de Santos	1927	179
Est. do Rio de Janeiro	1927	211
Estado do Rio de Janeiro	1927	2.128
Mun. de Niterói	1928	33
Estado da Bahia	1928	22
Est. de Minas Gerais	1928	3.930
UNIÃO 20a	1931	138
UNIÃO 40a	1931	250
Pref. de Salvador	1931	5
<b>TOTAL</b>		<b>152.155</b>

Fonte: Elaboração própria.

Em termos da razão dívida pública/PIB, a inclusão desse passivo não reconhecido aumentaria seu valor, em média, em aproximadamente 6,3% durante o período 1994-2006. Contudo, como pode ser visualizado no Gráfico abaixo, que compara a evolução da razão dívida/PIB nesse período com os valores reestimados a partir da inclusão desse “esqueleto fiscal”, esse reconhecimento não seria capaz de alterar a trajetória decrescente desse indicador, iniciada a partir de 2003. Essa trajetória pode ser explicada pela consolidação das reformas fiscais implementadas a partir de 1994, uma vez que o novo governo optou por dar continuidade à política macroeconômica iniciada com o Plano Real.

### RAZÃO DÍVIDA PÚBLICA/PIB EFETIVA E REESTIMADA: 1994-2006 (%)



Fonte: Banco Central e Elaboração própria.

Em outras palavras, a sustentabilidade da política fiscal brasileira, que depois de um longo período iniciado com o regime imperial estaria retornando a

um comportamento “Ricardiano”, não se veria comprometida se o governo brasileiro atualizasse corretamente o valor dos saldos não resgatados dos títulos do Decreto, reconhecendo adequadamente esse “esqueleto fiscal”.

Além disso, um aspecto crucial associado a esse reconhecimento é o aumento da credibilidade da política fiscal, que permitiria reduzir o prêmio de risco da dívida pública, diminuindo os encargos financeiros do Tesouro. Embora a taxa SELIC seja o principal instrumento da política monetária brasileira a partir de 1999, seu valor está intrinsecamente associado à atratividade dos títulos públicos. Na medida em que o governo reconhecesse todos esses passivos “ocultos”, produzindo um verdadeiro “choque de credibilidade”, os títulos públicos seriam vistos, finalmente, como aqueles de menor nível de risco, podendo, então, ser oferecidos a uma taxa SELIC menor que outras alternativas de baixo risco. A recente proposta de taxaço dos rendimentos da caderneta de poupança, frente a uma SELIC em queda, é uma clara demonstração da impossibilidade atual de converter os títulos públicos nos instrumentos de menor nível de risco, tal como ocorre nos países desenvolvidos.

Por outra parte, o resultado da estimativa anterior do “esqueleto fiscal” do DL 6019/43 significaria que a prática de subestimar a dívida pública a partir de vários expedientes, que é parte de um comportamento “Novo Ricardiano”, persiste no interior de uma política fiscal, que em aparência se assemelha a um comportamento autenticamente “Ricardiano”.

Como reforço adicional à conclusão anterior também poderia ser citado um outro tipo de “esqueleto fiscal”, os precatórios, representados pelas dívidas atrasadas dos estados e municípios, decorrentes de salários, pensões e aposentadorias, indenizações por desapropriações ou pagamentos de serviços devidos a pessoas e empresas, que já obtiveram sentença judicial favorável e definitiva e devem aguardar seu recebimento por anos. Estima-se que o montante total dessas dívidas alcance a US\$ 43,5 bilhões em valores de 2006.

O Senado brasileiro acaba de enviar proposta de emenda constitucional que autoriza os estados e municípios a escolher pagar a dívida em 15 anos ou restringir o pagamento da mesma a uma pequena porcentagem das receitas líquidas anuais (até 2% no caso dos estados e 1,5% no caso das prefeituras). Desse total, 40% se destinarão ao pagamento desses passivos em ordem crescente de valor, e não de antiguidade, enquanto que 60% irão para credores que concordem em receber somente uma fração da dívida original, dando-se preferência aos que aceitarem maiores descontos por meio de leilões eletrônicos.

Ademais, a proposta retira o seqüestro de recursos que estados e municípios sofreriam pelo não pagamento dessas dívidas, de acordo com a Constituição brasileira atual. Evidentemente, as dívidas serão corrigidas pela taxa de remuneração da caderneta de poupança, que rende muito abaixo da remuneração média do capital num país como o Brasil que possui uma das maiores taxas de juros reais do mundo. Novamente, portanto, prevalece a lógica e o comportamento de tipo “Novo Ricardiano”.

Assim, apesar dos inegáveis avanços na execução da política fiscal brasileira, alcançados a partir do Plano Real, que abandonou a utilização da senhoriagem como fonte adicional de arrecadação, prevalecem práticas de subestimação de dívidas externas e internas de estados, municípios e do governo federal. Essas práticas colocam em dúvida o real compromisso da política fiscal com um comportamento autenticamente “Ricardiano”, que não se observa na política econômica brasileira desde a época do Império, deteriorando a qualidade da dívida pública, que permanece concentrada no curto prazo, e paga uma das maiores taxas básicas do mundo.

Ademais, esse tipo de prática termina por lesar os direitos dos mutuários dos títulos públicos, que terminam incorrendo em perdas patrimoniais, por conta da subestimação do correto valor da dívida pública. Essa “expropriação indireta” da riqueza dos mutuários constitui, tal como a inflação, sobejamente utilizada pelos governantes brasileiros para reduzir os passivos do Tesouro,

uma espécie de “imposto do *default*”, que termina provocando efeitos distributivos regressivos.

Como conclusão final, poder-se-ia postular que, o efeito final do reconhecimento de todos os passivos “ocultos” do governo seria, com elevada probabilidade, um aumento da solvência das contas públicas, requisito indispensável, entre outros, para alcançar o almejado desenvolvimento econômico.

## Referências Bibliográficas

Abreu, Marcelo de Paiva. “A Dívida Pública Externa do Brasil, 1824-1931”. Texto Para Discussão nº 83. Departamento de Economia. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, janeiro, 1985.

\_\_\_\_\_. “Brasil, 1824-1957: Bom ou Mau Pagador?” Departamento de Economia. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, julho, 2001.

Barclays Capital, Barclays Equity-Gilt Study, United Kingdom, 2007.

Bouças, Valentim. Finanças dos Estados do Brasil, Vol. I, Ministério da Fazenda, Comissão de Estudos Financeiros e Econômicos dos Estados e Municípios, Rio de Janeiro, abril, 1932.

\_\_\_\_\_. Finanças do Brasil. História da Dívida Externa Estadual e Municipal, Vol. X, Ministério da Fazenda, Comissão de Estudos Financeiros e Econômicos dos Estados e Municípios, Rio de Janeiro, 1942.

\_\_\_\_\_. História da Dívida Externa da União, Vol. XV, Ministério da Fazenda, Comissão de Estudos Financeiros e Econômicos dos Estados e Municípios, Rio de Janeiro, 1946.

\_\_\_\_\_. História da Dívida Externa, Segunda Edição, Edições Financeiras S.A., Rio de Janeiro, 1950.

Coordenação Geral de Controle da Dívida Pública (CODIV), Tesouro Nacional. “Títulos Regulados pelo Decreto-Lei 6019/43”. Disponível em [www.tesouro.fazenda.gov.br/divida\\_publica/downloads/Decreto\\_Lei\\_6019.pdf](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/divida_publica/downloads/Decreto_Lei_6019.pdf).

Execução Orçamentária da Dívida Pública Federal –2005. Disponível em [www.stn.gov.br/hp/downloads/resultado/2005/nimmaio2005.pdf](http://www.stn.gov.br/hp/downloads/resultado/2005/nimmaio2005.pdf) e [www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/downloads/resultado/2005/Nimdez2005.pdf](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/downloads/resultado/2005/Nimdez2005.pdf).

\_\_\_\_\_. –2006. Disponível em [www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/downloads/resultado/2006/Nimdez2006.pdf](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/downloads/resultado/2006/Nimdez2006.pdf).

Dimson, E.; Marsh, P.; Staunton, M. “Risk and Return in the 20<sup>th</sup> and 21<sup>th</sup> Centuries”, Business Strategy Review, vol. 11, v.2, pp. 1-18, 2000.

Lei de Orçamento Anual do Estado da Bahia – 2009. Disponível em [www.seplan.ba.gov.br/i\\_lei\\_orcamentaria.htm](http://www.seplan.ba.gov.br/i_lei_orcamentaria.htm).

Lei de Orçamento Anual do Estado de Minas Gerais –2002. Disponível:  
[www.fazenda.mg.gov.br/governo/contadoria\\_geral/demontracoes\\_conta\\_beis/balanco\\_geral/2001/direta.pdf](http://www.fazenda.mg.gov.br/governo/contadoria_geral/demontracoes_conta_beis/balanco_geral/2001/direta.pdf).

\_\_\_\_\_ –2003. Disponível em  
[www.fazenda.mg.gov.br/governo/contadoria\\_geral/demontracoes\\_conta\\_beis/balanco\\_geral/2002/direta.pdf](http://www.fazenda.mg.gov.br/governo/contadoria_geral/demontracoes_conta_beis/balanco_geral/2002/direta.pdf).

\_\_\_\_\_ – 2004. Disponível em  
[www.fazenda.mg.gov.br/governo/contadoria\\_geral/relatorio\\_contabil/balanco\\_geral/2003/1admdireta.pdf](http://www.fazenda.mg.gov.br/governo/contadoria_geral/relatorio_contabil/balanco_geral/2003/1admdireta.pdf).

\_\_\_\_\_ – 2005. Disponível em  
[www.fazenda.mg.gov.br/governo/contadoria\\_geral/demontracoes\\_conta\\_beis/balanco\\_geral/2004/1admdireta.pdf](http://www.fazenda.mg.gov.br/governo/contadoria_geral/demontracoes_conta_beis/balanco_geral/2004/1admdireta.pdf).

\_\_\_\_\_ – 2006. Disponível em  
[www.fazenda.mg.gov.br/governo/contadoria\\_geral/demontracoes\\_conta\\_beis/balanco\\_geral/2005/1admdireta.pdf](http://www.fazenda.mg.gov.br/governo/contadoria_geral/demontracoes_conta_beis/balanco_geral/2005/1admdireta.pdf).

\_\_\_\_\_ – 2007. Disponível em  
[www.fazenda.mg.gov.br/governo/contadoria\\_geral/demontracoes\\_conta\\_beis/balanco\\_geral/2006/1admdireta.pdf](http://www.fazenda.mg.gov.br/governo/contadoria_geral/demontracoes_conta_beis/balanco_geral/2006/1admdireta.pdf).

\_\_\_\_\_ – 2008. Disponível em  
[www.fazenda.mg.gov.br/governo/contadoria\\_geral/demontracoes\\_conta\\_beis/balanco\\_geral/2007/1admdireta.pdf](http://www.fazenda.mg.gov.br/governo/contadoria_geral/demontracoes_conta_beis/balanco_geral/2007/1admdireta.pdf).

\_\_\_\_\_ – 2009. Disponível em  
[www.fazenda.mg.gov.br/governo/contadoria\\_geral/demontracoes\\_conta\\_beis/balanco\\_geral/2008/a2008\\_direta.pdf](http://www.fazenda.mg.gov.br/governo/contadoria_geral/demontracoes_conta_beis/balanco_geral/2008/a2008_direta.pdf).

Lei de Orçamento Anual do Estado do Rio de Janeiro –2002. Disponível:  
[www.fazenda.rj.gov.br/portal/ShowBinary/BEA%20Repository/site\\_fazenda/informacao/controleinterno/relatorio\\_contas/reldezfinal\\_2001.pdf](http://www.fazenda.rj.gov.br/portal/ShowBinary/BEA%20Repository/site_fazenda/informacao/controleinterno/relatorio_contas/reldezfinal_2001.pdf).

\_\_\_\_\_ – 2003. Disponível em  
[www.fazenda.rj.gov.br/portal/ShowBinary/BEA%20Repository/site\\_fazenda/informacao/contabeis/contadegestao/2002/balancos/002/V2\\_02.pdf](http://www.fazenda.rj.gov.br/portal/ShowBinary/BEA%20Repository/site_fazenda/informacao/contabeis/contadegestao/2002/balancos/002/V2_02.pdf).

\_\_\_\_\_ –2004. Disponível em  
[www.fazenda.rj.gov.br/portal/index.portal?\\_nfpb=true&\\_pageLabel=contabeis&file=/informacao/contabeis/contadegestao/2003/volume2/se](http://www.fazenda.rj.gov.br/portal/index.portal?_nfpb=true&_pageLabel=contabeis&file=/informacao/contabeis/contadegestao/2003/volume2/se).

\_\_\_\_\_ –2005. Disponível em  
[www.fazenda.mg.gov.br/governo/contadoria\\_geral/demontracoes\\_conta\\_beis/balanco\\_geral/2004/1admdireta.pdf](http://www.fazenda.mg.gov.br/governo/contadoria_geral/demontracoes_conta_beis/balanco_geral/2004/1admdireta.pdf).

\_\_\_\_\_ – 2006. Disponível em

[www.fazenda.rj.gov.br/portal/index.portal?\\_nfpb=true&\\_pageLabel=contabeis&file=/informacao/contabeis/contadegestao/2005/volume2/secao02](http://www.fazenda.rj.gov.br/portal/index.portal?_nfpb=true&_pageLabel=contabeis&file=/informacao/contabeis/contadegestao/2005/volume2/secao02).

\_\_\_\_\_ – 2007. Disponível em [www.fazenda.rj.gov.br/portal/index.portal?\\_nfpb=true&\\_pageLabel=contabeis&file=/informacao/contabeis/contadegestao/2006/volume2/secao02](http://www.fazenda.rj.gov.br/portal/index.portal?_nfpb=true&_pageLabel=contabeis&file=/informacao/contabeis/contadegestao/2006/volume2/secao02).

\_\_\_\_\_ – 2008. Disponível em [www.fazenda.rj.gov.br/portal/index.portal?\\_nfpb=true&\\_pageLabel=contabeis&file=/informacao/contabeis/contadegestao/2007/volume2/secao02](http://www.fazenda.rj.gov.br/portal/index.portal?_nfpb=true&_pageLabel=contabeis&file=/informacao/contabeis/contadegestao/2007/volume2/secao02).

\_\_\_\_\_ – 2009. Disponível em [www.fazenda.rj.gov.br/portal/index.portal?\\_nfpb=true&\\_pageLabel=contabeis&file=/informacao/contabeis/contadegestao/2008/volume2/secao02/02a/2.2.1.02.pdf](http://www.fazenda.rj.gov.br/portal/index.portal?_nfpb=true&_pageLabel=contabeis&file=/informacao/contabeis/contadegestao/2008/volume2/secao02/02a/2.2.1.02.pdf).

Lei de Orçamento Anual da União – 2003. Disponível em [www.camara.gov.br/internet/Comissao/index/mista/orca/orcamento/OR2003/info\\_complem/Inciso%2007c\\_Memoria.pdf](http://www.camara.gov.br/internet/Comissao/index/mista/orca/orcamento/OR2003/info_complem/Inciso%2007c_Memoria.pdf).

Officer, Lawrence. “What was the UK GDP Then? A Data Study”, Economic History Services, EH.Net, setembro, 2008a.

\_\_\_\_\_. “What was the Interest Rate Then? A Data Study”, Economic History Services, EH.Net, 2008b.

Reinhart, Carmen; Rogoff, Kenneth. “Serial Default and the “Paradox” of Rich to Poor Capital Flows”. Working Paper 10296. NBER, fevereiro, 2004.

Reinhart, Carmen; Rogoff, Kenneth; Savastano, Miguel. “Debt Intolerance”. Working Paper 9908. NBER, agosto, 2003.

Romer, David. *Advanced Macroeconomics*, 2<sup>nd</sup> edition, McGraw-Hill, New York, 2001.

Ruiz-de-Gamboa, Ulisses. *Análise da Sustentabilidade da Política Fiscal Brasileira Através da História: Um Exercício de Cliometria de Dom Pedro I a Lula*. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo – USP, maio, 2006.

Senado Federal, Subsecretaria de Informações. Decreto-Lei N. 6019 de 23 de Novembro de 1943. Disponível em [www.senado.gov.br/legislacao/ListaPublicacoes.action?id=8350](http://www.senado.gov.br/legislacao/ListaPublicacoes.action?id=8350).

Summerhil, William. *Inglorious Revolution: Sovereign Debt, Tropical Credibility and Financial Underdevelopment in Imperial Brazil*. Department of History. UCLA. 2005.