

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS - UNICAMP
INSTITUTO DE ECONOMIA

A GESTÃO DA DÍVIDA MOBILIÁRIA FEDERAL: OBSERVAÇÕES
SOBRE A SUA ORIGEM E A SUA EVOLUÇÃO

João Carlos Araújo dos Santos 2/59

Dissertação de Mestrado
apresentada ao Instituto de Economia da UNICAMP
como parte dos requisitos para a obtenção do
título de Mestre em Economia

Orientação:

Prof.^a Dr. Fabrício Augusto de Oliveira

Campinas, junho de 1994

Este exemplar corresponde ao original da
tese defendida por João Carlos Araújo dos
Santos em 19/08/94 e orientada pelo Prof. Dr.
Fabrício Augusto de Oliveira.
CPG/IE, 19/08/94

[Assinatura]



Aos Meus Pais,

À Maria e

Ao André.

AGRADECIMENTOS

Esta dissertação de mestrado resulta da retomada de um esforço de pesquisa sobre o tema e do estímulo e apoio de pessoas sem as quais ela não se realizaria.

Em primeiro lugar, quero agradecer o estímulo, os comentários e a orientação atenciosa que me foi dada pelo professor Fabricio na elaboração deste trabalho. Gostaria de agradecer também ao professor Paulo Davidoff com o qual iniciei há tempos atrás a orientação deste trabalho.

Minhas atividades junto ao Instituto de Economia do Setor Público, bem como o estímulo dos debates e questionamentos aí realizados, me propiciaram a iniciação nos diferentes aspectos que envolvem o tema deste trabalho.

Ao professor José Carlos Braga pelo apoio e incentivo e, em especial, pelas condições que me permitiram a consecução desta tese.

A Frederico Mazzucchelli e Edu Fagnani pela oportunidade do desenvolvimento profissional no IESP.

A todo o pessoal da FUNDAP/IESP pela amizade e pelo convívio profissional nestes últimos anos. Aos colegas da Área de Estudos Fiscais - Edú Guardia, Carlos Cavalcanti, Khalil, Sérgio, Aglas, Carlos Carvalho e Reinaldo. Em particular, ao Vavá, pelo incentivo pessoal, e ao Rafael, pela dedicação em tarefas exigidas pelo trabalho. Ao Tomás pela introdução nesta área de estudos. A Arno Meyer pela compreensão com a conclusão deste trabalho. À Rosa pela atenção e apoio moral em diversas ocasiões. À "velha turma" do IESP: Biazzi, Cristina, Fernando, Kowall, Malu, Patrícia, Quinho, Zulu.

Um agradecimento especial também a Otacília e ao pessoal da Área de Editoração do IESP pelos cuidados na edição do trabalho.

E a amigos antigos que não esqueço: Alex, Augusto, Carlão, Carlos, Chico, Daniel, Denise, Evinha, João, Marcia, Marcos, Ricardo, Sandra, Sandrinha, Tatinha, Vera, Vivaldo, Zina. E também a Bete e Beto, Sonia e Sergio, Indira, Mayara, Cauê e Tatá.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO

1 - A DÍVIDA MOBILIÁRIA NAS REFORMAS DOS ANOS 60 E SUAS TRANSFORMAÇÕES

- 1.1 - Diagnósticos da Política Econômica e Objetivos da Introdução da Dívida Mobiliária: 1964-66
- 1.2 - O financiamento e a inserção financeira da Dívida Mobiliária durante o PAEG
- 1.3 - Inflexões da Política Econômica e a Política da Dívida Pública: 1967-69
- 1.4 - As Reorientações do Instrumento entre 1967 e 1969
- 1.5 - Aspectos Institucionais e Operacionais do Processo de Gestão da Dívida Mobiliária Federal
 - 1.5.1 - Lei Complementar nº 12
 - 1.5.2 - O Aparato Institucional do Orçamento Monetário
 - 1.5.3 - Operações de Dívida Pública e Orçamento Monetário
 - 1.5.4 - Open-market e a Institucionalidade Monetária
- 1.6 - À guisa de conclusões

2 - CONDICIONANTES E CARACTERÍSTICAS DA EXPANSÃO DA DÍVIDA MOBILIÁRIA NA DÉCADA DE 70

- 2.1 - Condições da Evolução da Dívida Mobiliária
 - 2.1.1 - Influência do Financiamento Externo: Impacto Monetário e o Estímulo à Captação de Recursos Externos
 - 2.1.2 - Disfunções junto à Intermediação Financeira
 - 2.1.3 - As Finanças Públicas
- 2.2 - Características da Evolução da Dívida Mobiliária
 - 2.2.1 - Observações sobre Indicadores da Evolução do Estoque da Dívida Mobiliária
 - 2.2.2 - Observações sobre Recursos Movimentados pela Dívida Mobiliária
- 2.3 - O Instrumento e Conflitos com a Instabilidade Financeira
- 2.4 - Considerações sobre o Papel da Dívida Mobiliária na Década de 70

3 - A DÍVIDA MOBILIÁRIA NOS ANOS 80 E A DISFUNCIONALIDADE DO INSTRUMENTO: CRISE EXTERNA, DÉFICIT PÚBLICO E INSTABILIDADE MONETÁRIA

- 3.1 - A Crise Cambial e a Dívida Mobiliária

3.2 - A Deterioração do Setor Público e o Endividamento Interno

3.2.1 - A Trajetória dos Desequilíbrios do Setor Público

3.2.2 - Algumas Observações sobre Indicadores da Evolução da Dívida Mobiliária

3.3 - A Política Econômica e Desintermediação Financeira

3.3.1 - Políticas Restritivas e Instabilidade Financeira

3.3.2 - A Disfuncionalidade do Instrumento e a Instabilidade da Economia

Conclusões

Referências bibliográficas

LISTA DE TABELAS

- Tabela 1 - Execução financeira do tesouro e dívida mobiliária federal
- Tabela 2 - Subscrição bruta de ORTN
- Tabela 3 - Balanço de pagamentos do Brasil - Transferência de recursos
- Tabela 4 - Dívida externa
- Tabela 5 - Contas externas das autoridades monetárias
- Tabela 6 - Haveres financeiros - Saldos médios e participação
- Tabela 7 - Conta-corrente e formação de capital fixo do governo consolidado - 1970-80
- Tabela 8 - Dívida mobiliária interna federal - Saldos médios (1970-80)
- Tabela 9 - Dívida mobiliária - Evolução dos saldos médios
- Tabela 10 - Dívida mobiliária interna federal - Saldo em final de período
- Tabela 11 - Dívida mobiliária interna federal - Prazos médios de vencimento
- Tabela 12 - Dívida mobiliária interna federal - Principais tomadores
- Tabela 13 - Dívida mobiliária internacional - Movimentos de recursos
- Tabela 14 - Operações com títulos federais
- Tabela 15 - Balanço de pagamento do Brasil - Transferência de Recursos
- Tabela 16 - Dívida externa pública
- Tabela 17 - Conta-corrente e formação de capital fixo do governo consolidado- 1980-90
- Tabela 18 - Necessidades de financiamento do setor público
- Tabela 19 - Dívida líquida do setor público
- Tabela 20 - Encargos financeiros do Setor Público
- Tabela 21 - Dívida mobiliária interna federal - Saldos médios (1980-90)
- Tabela 22 - Dívida mobiliária interna federal - Evolução dos saldos médios
- Tabela 23 - Dívida mobiliária interna federal - Evolução dos saldos em final de período
- Tabela 24 - Dívida mobiliária internacional - Movimento de recursos
- Tabela 25 - Operações com títulos federais
- Tabela 26 - Taxas de juros de títulos públicos - Taxas nominais e reais de financiamento overnight
- Tabela 27 - Haveres financeiros - Saldos médios e participação

INTRODUÇÃO

Ao longo dos anos 80 a dívida pública interna, expressa pela parcela de títulos emitida pelo governo federal, teve uma presença constante na discussão de problemas enfrentados pela economia brasileira. Junto ao agravamento do desequilíbrio financeiro do setor público, em consequência das restrições cambiais enfrentadas pelo país e de políticas de ajuste implementadas, a dívida mobiliária federal assumiu participação relevante entre os condicionantes da instabilidade econômica do país.

A dimensão adquirida pela dívida mobiliária contrasta, em certa medida, com a funcionalidade que assumira junto à estrutura e aos condicionantes do financiamento da economia brasileira em etapa anterior. De um instrumento voltado predominantemente ao financiamento fiscal em meados da década de 60, a dívida pública em títulos transformara-se nos anos 70 num instrumento da política econômica voltado a um espectro amplo de objetivos. Sobrepondo-se ou submetendo-se a uma finalidade orçamentária original, a dívida mobiliária constituiu-se, ao longo dos anos, num ativo instrumento da política monetária cujas especificidades de sua inserção envolviam ainda vinculações com a entrada de recursos externos e com características do desenvolvimento do sistema de intermediação financeira.

Cabe apontar, inicialmente, diferentes manifestações que a dívida mobiliária apresenta na evolução e interação com aspectos fiscais, monetários e financeiros e através de sua instrumentalização para fins de política econômica:

- a presença ou a participação constante de um mercado secundário ativo de negociação de ativos financeiros (e onde quase sempre predominaram os próprios títulos públicos), estimulando o processo de intermediação financeira, condicionando e constituindo práticas no sistema financeiro;
- um ponto de partida e uma participação decisiva na disseminação e no grau de indexação observados ao longo dos anos na economia brasileira;
- um papel influente na formação das taxas internas de juros e na articulação das políticas de juros com a entrada de recursos externos;
- um instrumento de articulação entre fluxos externos e fontes internas de financiamento do setor público, seja pela sua relevância própria enquanto uma fonte de captação de recursos, seja pela maleabilidade conferida por sua administração junto à gestão de operações realizadas pelas Autoridades Monetárias;

Avançando pela década de 80, além da permanência de algumas dessas características em todo o período, manifestam-se aspectos como:

- instrumento decisivo na transferência interna de recursos para o setor público a partir das restrições cambiais colocadas pela interrupção dos fluxos externos de financiamento;
- hedge aos passivos externos depositados no Banco Central e fonte de recursos para o refinanciamento de compromissos externos (resultantes da assunção de dívidas contratuais públicas e privadas pela União);
- lastro da moeda indexada com o processo de desmonetização e de desintermediação financeira da economia brasileira até transformar-se num instrumento instabilizador do sistema.

Um aspecto relevante que gostaríamos de ressaltar com este trabalho é a utilização recorrente - e intensiva - da dívida mobiliária, assumindo essas várias manifestações, como um instrumento de política econômica atuante em diversos contextos e atendendo a múltiplas

finalidades, dada sua interação com condicionantes internos e externos, fiscais e financeiros. Trata-se de uma gestão ou utilização do instrumento acompanhada de uma característica não menos recorrente, e que, em grande parte, confunde-se com a própria identificação da dívida pública interna junto à economia brasileira: a ausência de tomadores finais e o refinanciamento que os títulos públicos adquirem em mercado pela presença destes em carteira das instituições financeiras e junto a aplicadores (do próprio sistema ou de agentes não-financeiros) com recursos concentrados no curtíssimo prazo.

O objetivo do trabalho é o de analisar a evolução da dívida mobiliária a partir de sua inserção nas reformas financeiras dos anos 60, procurando identificar algumas das características próprias de sua formação, bem como os aspectos constitutivos de sua interação com condicionantes estruturais da economia brasileira. Através da discussão de sua participação na implementação das reformas financeiras e do papel em que incorre na evolução de determinantes externos e internos da economia brasileira nas décadas de 70 e 80, busca-se apontar a recorrência de características peculiares da dívida mobiliária na interação com a dinâmica financeira interna e sua intensa e talvez demasiada utilização como instrumento de política econômica.

Em vista desses objetivos, a análise voltar-se-á, primeiro, à apresentação dos determinantes que condicionam sua presença no quadro econômico nas três últimas décadas. Procurar-se-á, em seguida, através da análise de indicadores disponíveis e da construção de algumas expressões para os dados de estoque, situar os principais movimentos que identificam a trajetória do endividamento mobiliário. Finalmente, a análise volta-se às relações que a gestão da dívida mobiliária adquire com objetivos mais imediatos da política econômica e a consideração de alguns de seus desdobramentos para o ambiente monetário e financeiro.

No primeiro capítulo são apresentados os objetivos iniciais concebidos em relação a esse instrumento de política econômica, conforme documentos que balisaram as reformas financeiras do período 1964-66, e comentada a origem de características que se cristalizariam na sua administração e na sua interação com o sistema de intermediação financeira. Neste período, pelas suas especificidades, a análise da orientação para a gestão da dívida mobiliária confunde-se, em grande parte, com a própria implementação das reformas. Procura-se recuperar neste capítulo a transformação de um instrumento concebido inicialmente como voltado ao financiamento fiscal *strictu sensu* para um instrumento de política monetária e financeira com um largo espectro de vínculos e as alterações que decorrem desta transformação para a gestão da dívida pública.

Na segunda parte da dissertação busca-se identificar o papel que o instrumento teria junto à evolução de condicionantes da economia brasileira na década de 70, bem como disfuncionalidades que adquiriria junto à dinâmica financeira interna. Procura-se investigar aqui as principais relações que a dívida mobiliária adquire com o processo de endividamento externo, com o desenvolvimento do sistema de intermediação financeira e com as contas públicas. Trabalha-se a hipótese de que tais articulações contribuíssem a uma recorrente utilização da dívida mobiliária, levando-a a adquirir uma inserção financeira e um papel relevante no instrumental de política econômica que repercutiria, posteriormente, como um dos fatores determinantes dos desajustes estruturais dos anos 80.

No terceiro capítulo, são discutidos os principais reflexos da deterioração das contas externas e da crise cambial para a dívida mobiliária através dos desequilíbrios patrimoniais enfrentados pelo setor público e da inserção como instrumento de política econômica na deterioração das condições internas de financiamento. A recorrência à administração do endividamento mobiliário quer como instrumento de financiamento, quer como instrumento de controle de liquidez e da política de juros, conduziriam a sua presença como um elemento instabilizador da economia nos anos 80.

1 - A DÍVIDA MOBILIÁRIA NAS REFORMAS DOS ANOS 60 E SUAS TRANSFORMAÇÕES

Algumas das características atualmente conhecidas da Dívida Pública Interna Federal, como a de instrumento de financiamento público constituído por títulos transacionáveis no mercado financeiro e sua sujeição a mecanismos de indexação do valor do principal, reserva alternativa para efeito de depósitos compulsórios, poder liberatório para pagamentos de impostos, etc., tiveram origem nas medidas de política econômica e nas reformas institucionais ocorridas entre 1964 e 1966.

Anteriormente, a dívida pública, com origens que remontam ao Império, constituía-se em mecanismo de utilização esporádica como instrumento de política econômica com inexpressiva inserção na estrutura econômica e institucional do País. A incipiência do próprio sistema de intermediação financeira condicionaria, entre outros fatores, a pequena relevância dessa fonte de financiamento para o setor público. Em essência, os "empréstimos compulsórios" eram os únicos mecanismos eventualmente utilizados em meio a orientação de planos estratégicos de desenvolvimento.

Embora a reestruturação do padrão de financiamento no período das reformas institucionais tenha sido explorada por diversas análises - às quais nos remeteremos com o auxílio de documentos da época -, procura-se, aqui, recuperar alguns dos objetivos que nortearam a introdução da Dívida Mobiliária, assim como alguns de seus desdobramentos que se estendem até o início da década de 70. Objetiva-se, através desse retorno, não apenas apontar em sua origem alguns dos desvios entre as intenções e as condições efetivas da inserção deste instrumento de financiamento público, tarefa realizada em outras análises, mas também observar as transformações que vão se processando na administração da dívida mobiliária no sentido de constituir um espectro de articulações que vigorariam ao longo da década de 70.

1.1 - Diagnósticos da Política Econômica e Objetivos da Introdução da Dívida Mobiliária: 1964-66

O projeto de implementação da Dívida Mobiliária em 1964 como instrumento de financiamento público ocorreu no âmbito de uma política econômica de características particulares. Simultaneamente, as autoridades econômicas do período 1964-66 procuraram conciliar um programa de estabilização à promoção de reformas institucionais e à intervenção em setores-chaves da economia, objetivando o estabelecimento de condições que se consideravam adequadas ao funcionamento de uma economia capitalista. Seguiu-se então, por força da ótica de seus idealizadores, o princípio geral da criação de uma nova ordem econômica de cunho liberal, visando à modernização de mecanismos institucionais e à vigência de relações econômicas que dessem margem a operação das chamadas livres forças de mercado.¹ Procuraremos aqui ressaltar os aspectos referentes à reabilitação da Dívida Pública Interna Federal, dentro do quadro de medidas levadas a efeito no período.

O diagnóstico oficial das autoridades econômicas, exposto no Programa de Ação Econômica do Governo (PAEG) para o período 1964-66 referia-se à inflação como a principal responsável pelo quadro de estagnação econômica. As causas fundamentais deste processo inflacionário seriam identificadas nos déficits públicos, na expansão do crédito e em aumentos salariais concedidos acima da produtividade. De imediato, o diagnóstico atribuiria maior ênfase aos déficits públicos:

1 Ministério do Planejamento e Coordenação Econômica - O Programa de Ação Econômica do Governo, EPEA, 1964, p.13.

Conquanto seja difícil precisar até que ponto uma fonte de pressões inflacionárias é autônoma ou induzida, é certo que enquanto não se corrigir o desequilíbrio financeiro do governo não se poderão estancar os demais focos de inflação. Os déficits públicos, por si sós, são capazes de provocar elevação geral de preços, pelo desequilíbrio que acarretam entre a procura e a oferta global².

Os déficits públicos foram, portanto, detectados como o principal foco inflacionário. Partindo de um diagnóstico de inflação de demanda, isto é, de um excesso de demanda monetária sobre a oferta corrente, o desequilíbrio financeiro do governo assumiria a principal responsabilidade pela inflação devido à fonte de financiamento que o cobriria: a emissão monetária.

As emissões vinham tendo como principal causa os déficits de caixa do Tesouro. Estes déficits derivavam-se do fato do governo gastar na aquisição de bens e serviços uma quantidade de recursos monetários e financeiros maior do que dispunha³.

A rigorosa política de estabilização que se empreenderia visaria, de início, a redução do déficit público. Já em 1964 seriam efetuados cortes nas despesas, elevação de tarifas de serviços públicos e preços de produtos de empresas estatais e se promoveria a elevação da receita pública. Neste particular, procurou-se elevar a carga tributária por intermédio da promoção de uma Reforma Tributária de Emergência.

A criação de um novo título de Dívida Pública seguiria este mesmo conjunto de medidas, com vistas à redução das pressões exercidas pelos déficits públicos.⁴ Nos objetivos alinhavados para a recuperação da Dívida Pública, através de um novo instrumento financeiro - as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional -, despontava a preocupação com a captação de recursos de forma não-inflacionária para a cobertura do déficit. Seriam ainda apontados o seu papel de estímulo à formação de poupança privada e, como será visto mais à frente, a perspectiva de sua consolidação como instrumento de captação voluntária de recursos.

Na avaliação das autoridades econômicas do período, manifesto nos diagnósticos que nortearam o PAEG, a apresentação da Dívida Mobiliária como um mecanismo não-inflacionário de financiamento público seguia a concepção de que os recursos por ela captados evitariam o mecanismo de emissão monetária para a cobertura dos déficits. Tal mecanismo nesse argumento se apresentava como inflacionário na medida em que significava a imposição de uma demanda monetária excessiva por parte do setor público, recaindo sobre os recursos reais existentes na economia:

O financiamento através de colocação de Letras do Tesouro e de outros títulos da Dívida Pública não apresentaria conseqüências inflacionárias pois se constituiria numa transferência de recursos do setor privado para o governo, sendo o aumento de procura do setor público compensado por uma queda de demanda do setor privado.⁵

A recuperação da Dívida Pública pela emissão de títulos financeiros seria, por esse ótica, consoante com a política de estabilização proposta para o período. Outros dois pontos fundamentariam o caráter de medida de política de estabilização na proposta de recuperação da

2 Ministério do Planejamento e Coordenação Econômica - O Programa de Ação Econômica do Governo, EPEA, 1964, p. 13.

3 Escritório de Pesquisa Econômica Aplicada (EPEA), "Situação Monetária, Creditícia e do Mercado de Capitais", Diagnóstico Preliminar, RJ, EPEA, 1966, p. 32.

4 As ORTN's foram criadas pela mesma lei que implementaria a Reforma Tributária de Emergência (Lei 4357 de 16/07/1964).

5 EPEA, op. cit., p. 87.

Dívida Pública. Primeiro, o de sua vinculação à reforma tributária: no discurso oficial, com a sua criação seria possível atenuar a carga tributária sobre o contribuinte.

A carga de aumento da receita pode ser suavizada, em relação aos contribuintes, com a complementação de um empréstimo de caráter voluntário, embora vinculado ao Imposto de Renda. Propôs-se, para esse fim, a emissão de Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional...⁶

Em segundo lugar, com a Dívida Pública seria possível a implementação de uma política monetária desatrelada das necessidades de recursos por parte do Tesouro Nacional.

A política de crédito do governo vem se apresentado entre nós, como um dado fiscal em relação ao qual as Autoridades Monetárias se comportam passivamente. O déficit de caixa da União ... virtualmente determina a expansão das Autoridades Monetárias ao governo. Pelo menos em parte, essa passividade é o que se pretende corrigir através da Reforma Bancária e da emissão das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional.⁷

A Dívida Mobiliária e a reforma nas instituições de controle da política monetária seriam, então, dois elementos importantes na consecução de uma política monetária "ativa". A própria política monetária, que se propunha impor em caráter gradualista, seria beneficiada pela contribuição da redução dos déficits públicos e das transferências de recursos para o Tesouro Nacional por conta da emissão monetária.

Os outros dois objetivos alinhavados na criação das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional, - de incentivo à formação da poupança privada e perspectiva de subscrição voluntária dos títulos públicos -, estão associados em grande medida ao projeto liberal que propunha definir um novo esquema de intermediação financeira no País através da promoção de reformas institucionais. O exame das características iniciais das ORTN permitirá expor melhor essa dimensão.

As ORTN foram lançadas oficialmente como títulos de longo prazo (de 3 a 20 anos de vencimento) para subscrição voluntária ou compulsória. Procurando garantir recursos como contribuição à elevação da receita pública estabeleceu-se inicialmente como medida compulsória que recursos provenientes de um fundo público então existente, - o Fundo de Indenização Trabalhista -, seriam revertidos integralmente para a aquisição das ORTN.⁸

Para a subscrição voluntária concedeu-se uma série de incentivos fiscais: permissão para abatimento do Imposto de Renda na aquisição de ORTN para pessoas físicas (20% da quantia aplicada); opção pela aquisição de ORTN para as empresas que empreendessem a reavaliação do ativo imobilizado, num montante igual até o dobro do Imposto de Renda devido e poder liberatório para pagamento de qualquer tributo federal após 30 dias do prazo de resgate dos títulos.

A inovação mais importante trazida pelos títulos públicos seria a introdução do mecanismo de correção monetária pós-fixada em instrumentos de mobilização financeira. A medida visava garantir aos aplicadores uma remuneração compatível com os níveis da inflação. Os diagnósticos do sistema monetário e creditício apontavam a Lei de Usura então vigente e a inflação como as principais responsáveis pela remuneração inadequada aos emprestadores de recursos na economia. Os diagnósticos oficiais da época referiam-se não só às dificuldades de captação dos instrumentos de intermediação financeira existentes, mas particularmente aos

⁶ Eseritório de Pesquisa Econômica Aplicada. "O Programa de Ação e as Reformas de Base", EFEA, RJ, 1966.

⁷ Ministério do Planejamento e Coordenação Econômica, PAEG, p. 62.

⁸ A descrição desta norma assim como as demais medidas do período encontram-se em SILVA (1976).

próprios títulos públicos, na medida em que era o governo o principal prejudicado ao não poder utilizar-se legalmente de qualquer artifício que contornasse o limite imposto pela Lei de Usura.

Este aspecto foi enfatizado como um dos grandes responsáveis pela inexpressividade anterior da Dívida Pública junto ao atraso de pagamento de resgates e à diversidade de títulos públicos em termos de modalidade, prazos e rendimentos.⁹ De outro lado, os diagnósticos ainda apontariam o descuido de políticas econômicas anteriores com o processo inflacionário como fator que teria levado à instituição de empréstimos compulsórios pela impossibilidade de se utilizar a Dívida Mobiliária.¹⁰

A aplicação da correção monetária pós-fixada propiciaria a atualização do valor nominal dos títulos públicos que conteriam ainda rendimento de 6% ao ano na ocasião de lançamento. A correção monetária não seria considerada juros, tornando assim possível a não-incidência de tributação, o que contornava o impedimento da Lei de Usura.

Outro fator, associado à introdução daquele mecanismo e expresso pelas autoridades econômicas à época, seria a sua relação com a quebra de expectativas inflacionárias e a mobilização de recursos de longo prazo. Os diagnósticos setoriais para o mercado de capitais identificavam a insuficiência de recursos mobilizáveis pelo setor privado para a constituição de fundos para aplicação de longo prazo como fator relacionado intrinsecamente à inflação e à presença estatal no crédito de longo prazo. Inflação e estatização estavam associadas a liberalidade das políticas econômicas anteriores em utilizar-se da fonte monetária de financiamento dos déficits para a realização de gastos. Reconhecia-se, entretanto, que parte destes recursos retornava à iniciativa privada, mas através de agências estatais de crédito. Um destes diagnósticos afirmava que a pouca mobilidade de recursos existente nas operações do sistema financeiro encontrava-se na constituição de "encaixes monetários" por parte de empresas em função das expectativas inflacionárias.¹¹

Esta avaliação, fortemente correlacionada à identificação da não existência de instituições privadas especializadas no longo prazo no setor financeiro, e daí ao intento de sua implementação, relaciona-se também à perspectiva de subscrição voluntária dos títulos públicos e à introdução da correção monetária.

A atratividade dos títulos públicos junto aos credores deveria estimular a constituição de fundos de longo prazo através da subscrição voluntária por iniciativa dos agentes privados na economia. A oferta de um rendimento adequado aos aplicadores, pela reavaliação periódica do valor nominal dos títulos através da cláusula móvel de reajuste, garantiria uma alternativa à constituição de "encaixes" por parte das empresas frente à expectativa inflacionária. Isto permitiria preservar aquela parcela de "recursos" que, identificava-se, asseguraria uma certa margem de flexibilidade ao mercado de capitais então existente, mas que se associava também à inflação que o governo cuidava de debelar.

Como se observa, o governo está procurando instituir empréstimos com cláusula móvel, a fim de tornar atrativa a aplicação voluntária de poupanças voluntárias em títulos mobiliários de longo prazo. À primeira vista, pode parecer paradoxal que isso ocorra justamente numa época em que o mesmo governo reitera seus propósitos de acabar com a inflação. O paradoxo, todavia, se desfaz quando se interpreta devidamente as expectativas dos inversores.

Ainda que o governo conseguisse estabilizar de pronto a moeda, muitos anos seriam necessários até que os capitalistas brasileiros fossem capazes de abstrair, nos seus cálculos, a possibilidade de uma futura alta de preços. Assim, mesmo com os preços estabilizados, seria

9 Ver, por exemplo, EPEA, Situação Monetária e Creditícia, op. cit., p. 68.

10 BULHÕES (1964, pp. 4-5).

difícil encontrar, a curto prazo, um mercado voluntário para títulos de 5 ou 10 anos de vencimento sem cláusula de reajuste ante ao temor de uma futura repetição da experiência inflacionária. A defesa automática contra a alta de preços constitui o método de obviar esse problema de expectativa; e nada tem de psicologicamente incompatível com o combate à inflação, já que com preços estáveis a cláusula móvel não opera.¹²

A possibilidade de que a correção monetária fosse tratada como medida de caráter transitório era sugerida na ocasião de sua introdução através dos títulos públicos:

Em primeiro lugar, temos de admitir a garantia contra a erosão das economias. Daí a oferta de obrigações reajustáveis, embora estejamos seguros de que a garantia se tornará desnecessária dentro em breve.¹³

A transitoriedade aqui referida ligava-se aos resultados esperados da política de estabilização. A correção pós-fixada, entendida como de caráter meramente passivo dos valores dos títulos, asseguraria um não-comprometimento de expectativa inflacionária na composição dos rendimentos oferecidos pelos títulos.

As mudanças no arcabouço institucional da economia brasileira promovidas entre 1964 e 1966 implicariam numa transformação dos instrumentos de condução da política econômica nos anos subseqüentes, o que revela um outro aspecto implícito no ideário de sua implantação. A Dívida Mobiliária incluía-se entre aquelas medidas que a um só tempo assumiam um caráter conjuntural no combate à inflação e de reforma estrutural visando resolver não só os problemas do financiamento público, como o da intermediação financeira da economia como um todo. Sua importância em relação à reestruturação do padrão de financiamento do setor público, que envolvia ainda as reformas tributária e administrativa, excederia os objetivos mais imediatos da política antiinflacionária.

Sua implementação, associada ao objetivo de estimular a formação de fundos para aplicação de longo prazo com a introdução do mecanismo da correção monetária, revelava a intenção de que, ao longo do tempo, a redução progressiva dos déficits públicos diminuiria a necessidade de recursos para esse fim, permitindo então a liberação dos fundos mobilizados para o setor privado através da intermediação de instituições financeiras especializadas no crédito de longo prazo.

Dado o paralelismo com as feições institucionais do sistema financeiro em vigor na economia americana que se procurava criar (alicerçado sobre a compartimentalização e especialização de agentes financeiros em fontes de captação e aplicação, e na política de fortalecimento dos agentes privados desse sistema e do acesso da empresa privada nacional a um mercado acionário revigorado), depreende-se uma dimensão então pouco explicitada da participação de um mercado de títulos públicos. Embora movido pelas necessidades imediatas de recuperação das fontes de financiamento público, a consolidação de um espaço para sua colocação traria como consequência novos mecanismos de gestão monetária e financeira frente a evolução do sistema de intermediação financeira. Naquele momento, a "recuperação do crédito público", como denominada no âmbito das reformas a criação da nova modalidade de títulos públicos, era por si mesma funcional à contração de liquidez no arcabouço do diagnóstico de um inflação de demanda. Mas tanto pela referência a operações de mercado aberto no estatuto de criação do Banco Central,¹⁴ como pelo diagnóstico do mercado de capitais que apontava para as virtudes desse mecanismo, deixava-se transparecer a virtual implantação de um mecanismo mais refinado dentro da arquitetura das reformas institucionais.

11 SIMONSEN (1965, pp. 77-78).

12 SIMONSEN (1964, pp. 4-5).

13 BULHÕES (1964, p. 6).

14 Lei nº 4.595, 31/12/64, Artigo X, Inciso 11.

1.2 - O financiamento e a inserção financeira da Dívida Mobiliária durante o PAEG

O objetivo de consolidar a recuperação do "crédito público" se inclui, como procuramos demonstrar, numa das medidas fundamentais articulada à política econômica que dava prioridade ao combate à inflação. A criação das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional em meados de 1964 e seu lançamento nas bolsas de valores ao final daquele ano, com grande promoção, foram levadas a toque de caixa pelas autoridades econômicas.

Os recursos propiciados pela colocação de títulos públicos representariam contribuição pequena mas já significativa ao financiamento do déficit em 1964. A colocação realizada apenas em novembro daquele ano somaria a preços da época Cr\$ 40 milhões enquanto o déficit atingiria Cr\$ 728 milhões. Num espaço de dois anos, os títulos passaram a ser absorvidos numa escala crescente chegando em 1966 ao financiamento de todo o déficit de caixa do Tesouro (ver Tabela 1).

Tabela 1
EXECUÇÃO FINANCEIRA DO TESOUREIRO E DÍVIDA MOBILIÁRIA FEDERAL

Em Cr\$ milhões¹

Período	Tesouro Nacional Resultado de Caixa	Dívida Mobiliária Colocação Líquida	Participação no Déficit em %	Dívida Mobiliária Saldo ²	PIB	Participação no PIB em %
1964	-728	40	5,5	41	26214	0,2
1965	-593	337	56,8	430	42662	1,0
1966	-587	629	107,2	1401	62789	2,2
1967	-1225	448	36,6	2482	82783	3,0
1968	-1227	93	7,6	3491	115171	3,0
1969	-756	797	105,4	5881	151400	3,9
1970	-738	2282	309,2	10112	194315	5,2
1971	-672	2987	444,5	15445	258310	6,0
1972	-516	6886	1334,5	26179	346600	7,6
1973	295	5757	-	38344	511871	7,5

Fonte: Relatórios do Banco Central (1972, 1979, 1987).

(1) unidade monetária em vigor a partir de 31.03.70. até 28.02.86

(2) em final de período, inclui correção monetária.

O governo assumiria o resultado alcançado num curto espaço de tempo, imputando-o à confiança dos investidores na nova política econômica. A aceitação dos títulos públicos em mercado demonstra, entretanto, a passagem por um período de caráter experimental que obrigaria a reformulação de algumas das características originais dos títulos públicos. Demonstraria ainda, a sua inserção em alguns surtos especulativos no mercado financeiro frente à orientação do governo de eliminar o que considerava uma distorção presente no sistema financeiro: os "deságios" aplicados às letras de câmbio (ver adiante), emitidas pelas Sociedades de Crédito e Financiamento, que constituíam-se, à época, nos agentes não-bancários de atuação mais incisiva no então incipiente mercado financeiro.

Após os meses iniciais, a colocação de títulos públicos mostraria um arrefecimento que só viria a ser revertido pelo estímulo representado pelas modificações introduzidas nas características dos títulos quanto a prazo de rendimentos, maiores incentivos fiscais e a contribuição dos recursos que se encontravam então concentrados no mercado paralelo de letras.

Originalmente os prazos de resgates para as ORTN obedeceriam a um período de três anos.¹⁵ Nas condições existentes no mercado financeiro na ocasião, as principais aplicações acorriam ao mercado oficial ou paralelo de letras de câmbio que ofereciam prazos que não ultrapassavam seis meses.¹⁶ Nessas condições, e considerando-se o que se denominou de uma "crise de confiança" advinda de um "estouro" de operações no mercado paralelo de letras de câmbio em meados de 1965, o governo se viu obrigado a encurtar o prazo de resgate nos títulos públicos oferecendo ORTN de um ano de vencimento.

Ao final de 1965, surgiria já uma nova opção em termos dos reajustes pós-fixados, a correção cambial facultativa para as ORTN.¹⁷ Nesta medida estaria implícita a preocupação com a entrada de recursos externos através da Instrução nº 289 do SUMOC.¹⁸ Os ingressos brutos por essa via alcançavam expressão elevada em 1965 (US\$177,6 milhões) e acabaram por comprometer a meta fixada pelo PAEG (Plano de Ação Econômica do Governo) de uma expansão dos meios de pagamentos de 30% para aquele ano (a variação alcançou 79,5%). As ORTN cambiais serviram, já então, ainda que circunstancialmente, como instrumento auxiliar para conter o impacto expansionista resultante da conversão de empréstimos externos).

Vantagens adicionais seriam concedidas aos tomadores de títulos públicos em meados de 1965 representado por aumentos nos incentivos fiscais. Foi também permitido aos Bancos Comerciais a constituição de 15% dos depósitos compulsórios junto ao Banco Central com a aquisição de ORTN.

Com esses fatores, a elevação da captação de recursos com a colocação de títulos públicos acabou se manifestando no 2º semestre de 1965. O volume de recursos líquidos acabou por surpreender as próprias estimativas oficiais, financiando cerca de 56,8% do déficit de caixa do Tesouro daquele ano, reduzindo a transferência de recursos das Autoridades Monetárias.

O ano de 1966 traria uma soma de recursos para o Tesouro mais elevada, o que indicava, a princípio, uma receptividade maior dos títulos públicos frente a outros instrumentos financeiros. Um fator importante para esse resultado, manifestando ao mesmo tempo alguma alteração na política voltada à inserção dos títulos junto ao mercado, seria o esquema especulativo conhecido então como a "operação 310". O episódio ganharia expressão por suas repercussões posteriores, através de um encurtamento generalizado de prazos nos instrumentos de intermediação financeira e pela convivência de fatores de correção pré e pós fixados nos valores financeiros. A batalha que o governo travava contra a aplicação do deságio nas letras de câmbio desde 1965 levou à criação de um intrincado mecanismo legal - a resolução nº 21 do Banco Central de 30/06/66 - que, associada à entrada de recursos externos pela Instrução nº 289, fomentou um movimento de especulação financeira com a subscrição de títulos públicos.

O deságio vinha sendo tratado pelo governo como importante fator de resistência à política de redução da taxa inflacionária e por isso propunha-se a sua eliminação.¹⁹ O objetivo do governo era o da sua substituição pelo mecanismo de correção monetária pós-fixada, que se considerava ter influência sobre a taxa nominal de juros de caráter meramente passivo. O deságio, ao contrário, significaria a antecipação de uma taxa de inflação que se embutiria nos

15 As modalidades oferecidas pelos títulos bem como os incentivos para a captação de 1964 a 1973 são apresentados em SILVA (1976, pp. 53-69).

16 A respeito do quadro geral do mercado financeiro ver ALMEIDA (1980, pp. 73-78).

17 O Decreto-lei nº 1 que traria essa modificação é de 13/11/65.

18 A Instrução nº 289 da SUMOC de 24/01/1965, modificada posteriormente pelas Resoluções do Banco Central de nº 83 (de 03/01/1968) e 133 (de 30/01/1970), possibilitava a contratação de empréstimos de curto prazo entre empresas do exterior e do país com a finalidade expressa de sua utilização como capital de giro. As resoluções do Bacen posteriores viriam, respectivamente, eliminar a possibilidade de recompra de câmbio para entrega futura presente naquela medida, e estender as transações com divisas aos bancos autorizados a operar em câmbio.

19 Ver, por exemplo, BULHÕES (1966, pp. 4-5).

valores reais de débitos e créditos e perduraria por algum tempo além da quebra das expectativas inflacionárias, algo que colidia com o objetivo de conter o processo inflacionário.²⁰

A resolução do Banco Central nº 21 de 15/03/66 envolvia a entrega de ORTN cambiais pelo Banco Central às financeiras que se encarregariam da sua colocação. Os fundos constituídos e depositados no Banco Central serviriam ao refinanciamento dos créditos concedidos pelas financeiras. Nestes créditos, as financeiras ficariam obrigadas à observação de um limite das taxas de juros (12% no máximo para o tomador de empréstimo) e de prazo de vencimento (mínimo de seis meses e máximo de um ano). As financeiras obteriam como vantagem a comissão legal pela venda dos títulos públicos e ainda uma comissão de repasse representada pelo diferencial entre o custo do dinheiro obtido junto ao Banco Central (6% de juros e 12% de correção monetária) e a taxa cobrada ao tomador (12% no máximo).

De outro lado, o acesso ao financiamento externo pela Instrução nº 289 (que possibilitava a contratação de empréstimos externos em moeda estrangeira por Bancos Comerciais, Oficiais de Desenvolvimento e de Investimento e assegurava para remessa a recompra de divisas no Banco Central e isenção de encargo financeiro ou depósito compulsório sobre a transação) ocorria a taxas na época de 6 a 7% ao ano. Grandes empresas passaram então a encontrar uma forma de aplicação rentável para esses recursos externos na aquisição de títulos públicos.

As condições de remuneração apresentavam-se favoráveis para os tomadores finais de títulos públicos e mais reduzidas para os tomadores de crédito junto às financeiras, enquanto o Tesouro tomava para si junto aos agentes financeiros o ônus do diferencial entre o que lhe caberia receber (juros e correção monetária pelos fundos de repasse às financeiras) e o que deveria dispendir (deságio na venda, correção cambial, juros e comissão dos títulos públicos).²¹

Este mecanismo duraria de março a julho de 1965 e refletiria-se na substancial elevação da subscrição das ORTN de um ano no 2º trimestre. A captação de recursos através dos títulos públicos contaria também com o obtido com a alternativa ao depósito compulsório de bancos comerciais no Banco Central (cerca de Cr\$ 207,1 milhões à época). Só o volume de títulos subscritos pelo depósito compulsório já representa 27,8% do total das subscrições.

O sucesso obtido na captação de recursos para o Tesouro através da Dívida Mobiliária teve a contribuição de fatores que indicariam já as primeiras dificuldades em relação ao projeto original de um mecanismo de financiamento sustentado pela captação de recursos no longo prazo. A perspectiva de subscrição voluntária dos títulos obrigou, já desde o primeiro ano, à modificação de diversas das suas características originais para se adequar às condições de demanda para aplicações financeiras.

20 ALMEIDA (1980, pp. 56-61).

21 ALMEIDA (1980, p. 97).

1.3 - Inflexões da política econômica e a política de dívida pública: 1967-69

O período subsequente ao PAEG é marcado do ponto de vista da gestão da dívida mobiliária por duas etapas distintas, condicionadas pela orientação da política econômica e pelo desenvolvimento das condições de financiamento da economia brasileira. Inicialmente, entre 1967 e 1968, a colocação líquida de títulos públicos é reduzida deliberadamente em função de uma política fiscal e monetária menos rígida frente à ocorrida nos três anos precedentes. Já entre 1969 e 1973 a colocação de títulos é incentivada por uma conjunção de fatores, como a adoção das operações de mercado aberto como instrumento de controle monetário, a entrada substancial de recursos externos em moeda e a desfiguração de alguns elementos do desenho institucional do sistema de intermediação financeira almejado nas reformas do primeiro governo militar. Estes fatores na verdade condicionaram-se mutuamente e configuraram um (des)arranjo dos fluxos de financiamento da economia que teria como uma de suas manifestações a opacidade das contas públicas.

Em 1967 a rígida política de estabilização econômica do período de Campos e Bulhões e o ímpeto das grandes reformas são arrefecidos com a entrada de Delfim Netto no Ministério da Fazenda. A nova orientação da política econômica daria lugar a uma maior flexibilidade no manejo das políticas fiscal e monetária e a uma menor utilização da colocação de títulos públicos.

A avaliação realizada pela nova autoridade econômica apontava para um controle menos rígido de política econômica, embora não indicasse menor preocupação com a inflação.²² Sua análise partiria justamente de uma observação acerca da natureza do processo inflacionário no período 1964-66, procurando identificar aí suas fontes e as relações que teriam com fatores impeditivos à retomada do crescimento. Dentro de uma perspectiva mais geral, a avaliação diferia da rigidez de seus predecessores, incluindo considerações sobre a elevação de custos financeiros e a restrita liquidez da economia e, em outra direção, apontava para a existência de estrangulamentos estruturais à retomada do crescimento (obstáculos representados pelo pequeno grau de abertura da economia com o exterior e o insuficiente desenvolvimento da agricultura).

Pelo novo diagnóstico, a política fiscal, monetária e do financiamento público levada a efeito no triênio anterior teria sido balizada em pressupostos rígidos de controle sobre o excesso de demanda que conduziu a uma "redução da demanda superior à desejada", incidindo sobre o setor privado da economia. A estratégia utilizada pelos antecessores de Delfim teria se caracterizado pela busca de aumento da receita pública, via maior tributação e colocação de títulos públicos no mercado financeiro, e uma relativa inflexibilidade pelo lado da despesa pública em vista da sustentação do nível de atividades e do investimento público. Essa estratégia, entretanto, teria levado à redução da demanda do setor privado que, embora consistente com o diagnóstico anterior em vistas de provocar a eliminação do excesso de demanda "global", teria ido além do desejado, provocando elevações de custos e agravamento da liquidez para as empresas do setor privado. Estes teriam ocorrido em algumas fases de forma mais intensa, agravando tensões de custos latentes que eram identificadas como derivadas basicamente do aumento de tarifas e preços públicos e crescimento das taxas de juros. Estes fatores estariam submersos na economia e emergiriam após o rígido controle da demanda com fases de maior aperto monetário.

Essa avaliação explicaria a maior flexibilidade que seria adotada na condução da política fiscal e do endividamento mobiliário que ocorreria particularmente entre 1967 e 1968. Outro aspecto relevante naquele diagnóstico deriva de sua apreensão da elevação de custos das operações financeiras como foco de tensão inflacionária:

²² Os documentos básicos que utilizamos para análise desse diagnóstico são uma aula proferida pelo próprio Ministro em 1967 e o trabalho de Macarini (1984).

Esse incremento tem sua origem, em grande parte, na forma de controle da inflação posta em prática pelo governo. O aumento excessivo da carga tributária provocou uma drenagem dos recursos próprios das empresas para o governo, que os utilizou no financiamento dos seus déficits. Isto fez com que as empresas tivessem de aumentar a demanda por capital de giro de terceiros aumentando conseqüentemente o custo de suas operações financeiras independentemente de qualquer variação para cima nas taxas de juros. Por outro lado, o governo entrava no mercado financeiro lançando um título de valor reajustável altamente compensador para os poupadores individuais, competindo vantajosamente com o setor privado na captação das poupanças existentes. O custo do dinheiro proporcionalmente ao nível das operações das empresas elevou-se assim devido quer ao aumento das taxas de juros quer ao aumento de capital de terceiros em relação ao capital próprio.²³

Depreende-se dessa análise que o endividamento público mobiliário, em particular, era visto como fator de pressão sobre o mercado financeiro provocando o que se poderia caracterizar como um "crowding out" do setor público sobre o setor privado através da captação de recursos monetários. Ao atribuir maior ênfase sobre o custo financeiro para as empresas e relacioná-lo com a pressão exercida pelo setor público, via tributação e endividamento público, insinuava-se o deslocamento do diagnóstico anterior em relação ao impacto inflacionário dos déficits públicos e ao papel da dívida pública.

Outra dimensão relativa à política de dívida pública encontrava-se em gestação desde 1966 e estender-se-ia até 1969: é a introdução no período das operações de mercado aberto com vistas à prática de política monetária.²⁴ Essas operações já haviam sido antecipadas como parte do novo arranjo institucional para a área monetária e financeira no ato de criação do Banco Central em fins de 1964 constando de seu próprio estatuto. Entretanto, a efetiva implementação desse instrumento demandaria, provavelmente, um período de maturação das medidas do projeto reformista para o mercado de capitais, passando pelo fortalecimento do mercado acionário e a evolução de instrumentos e instituições de intermediação financeira.

A introdução de operações de mercado aberto, como afirmaria posteriormente Edésio Ferreira Lima, pressuporia o desenvolvimento de um mercado financeiro ativo com diversificação de instrumentos de captação e mobilização de recursos.²⁵ Necessitava, ainda, de um mercado habituado e preparado à absorção de títulos do setor público. Os primeiros passos neste sentido haviam sido dados com o lançamento das ORTN atuando como apoio às políticas

23 Delfim Neto, documento de trabalho, mimeo, 1967, p. 8/9.

24 Com o auxílio de técnicos do Federal Reserve System estudos já vinham sendo realizados desde 1966. As primeiras operações seriam realizadas em 1968 com ORTN de prazo decorrido. SILVA, Peri Agostinho, "Técnicas de Mercado Aberto", pp. 15 a 17.

25 Segundo Edésio Fernandes Ferreira, a administração da dívida pública federal visou criar condições para a existência de um saldo "razoável" de títulos públicos em circulação em condições de voluntariedade para fins de financiamento do déficit do Tesouro, investimentos do Governo Federal e flexibilidade na condução da política monetária através das operações de mercado aberto. Nas suas palavras:

"Para a consecução de tal objetivo, cuidou o Banco Central de criar um mercado secundário eficiente que pudesse estimular os investidores a adquirirem títulos públicos já que a possibilidade de revenda antes do seu resgate se reveste de extrema importância para os tomadores de papéis financeiros. Nesse sentido, foram tomadas medidas visando criar instituições financeiras especializadas nas negociações de títulos públicos federais, incentivando-se inclusive a formação de carteiras próprias de modo que, paulatinamente, tais entidades passassem da posição de meros agentes intermediários à 'dealers', dividindo com o Banco Central as responsabilidades da liquidez do mercado". FERREIRA, Edésio F., "Administração da Dívida Pública e a Política Monetária no Brasil", Rio de Janeiro, trabalho apresentado no I

fiscal e monetária do triênio 1964/66 através do financiamento público e a contenção da demanda agregada.

Entretanto as próprias características desses títulos, anteriormente, apontavam para o intuito subjacente às reformas institucionais de incentivo à mobilização de recursos de longo prazo. O fato de que se tratavam de títulos que canalizariam recursos, para o setor público não descaracterizava seu papel no interior do conjunto de medidas visando à reforma do mercado financeiro. Procurava-se, declaradamente, a participação dos títulos públicos num mercado de "poupanças voluntárias", quer com a finalidade de consolidar uma fonte de financiamento público, quer com a de incentivar a constituição de fundos de longo prazo junto com a formação de agentes financeiros especializados na aplicação desses recursos.

Num sentido amplo, a regulação monetária e creditícia através de um instrumento público de intermediação financeira com a possibilidade de influir sobre as práticas e condições de prazo e remuneração de aplicações financeiras que são atribuições de uma política voltada em grande parte para um mercado de crédito, provavelmente não teria sido um objetivo distante dos propósitos modernizadores do período anterior. Mas a implementação das operações de mercado aberto, em particular, como mecanismo de intervenção num mercado monetário, seria um passo adiante que se consolidaria com a evolução e a diversificação dos demais instrumentos e operações de crédito assim como através do desenvolvimento do mercado de valores mobiliários. Esta seria implicitamente a "lógica" das instituições criadas pela lei do mercado de capitais, que pressupunham uma certa segmentação entre o mercado de crédito e um mercado de valores mobiliários consolidado. Pela sua própria constituição, os "mercados monetários", sem que a estes caibam necessariamente uma definição institucional precisa, têm nas economias capitalistas avançadas uma acentuada intersecção entre a negociação de ativos financeiros e a de valores mobiliários em geral (ações, debêntures), agindo entre estes pela sua própria natureza, como mercado de capital de empréstimo de curto prazo.

Nesse sentido, o projeto parece ter sido antecipado e os motivos inserem-se na direção efetiva que tomou a reestruturação do sistema de intermediação financeira e na prática da política econômica instituída neste período.

De um lado, deu-se o desmoronamento progressivo do projeto institucional no segmento do setor financeiro que realizaria a mobilização de recursos de longo prazo, o que seria inviabilizado progressivamente pela política de financiamento externo baseado em empréstimos em moeda.²⁶ De outro lado, o enfoque sobre os custos resultantes de operações financeiras centrado sobre uma perspectiva de curto prazo. Ambos os fatores são correlatos e se expressariam na política de incentivos a fusões bancárias e aos conglomerados financeiros que evoluiria a partir de 1969.

O desenvolvimento de um mercado secundário ativo para os títulos públicos tornou-se uma intenção explícita. A concepção subjacente às medidas nesse sentido seria a de que só com um circuito de transações financeiras que oferecesse maior liquidez aos ativos financeiros emitidos é que se poderia desenvolver a contento um mercado para colocação primária de títulos e desta forma dar condições a que as instituições financeiras cumpram seu papel de mobilizar recursos para a produção. Isto é, passou-se do incentivo aos eixos centrais da reforma financeira (o crédito de longo prazo mobilizado por instituições privadas) para o que seriam suas conseqüências, através do desenvolvimento de um mercado de financiamento de curto prazo dentro do sistema de intermediação financeira.

Para as economias mais avançadas, os mecanismos de gestão da dívida pública diferem de acordo com as estruturas institucionais que conformam ou sancionam os sistemas de intermediação financeira existentes e as relações deste com a Autoridade Monetária e o Tesouro.

De acordo com um levantamento realizado pela OCDE entre os países membros no início da década de 80, apenas países como os EUA, Inglaterra, Canadá e Itália possuíam um mercado secundário ativo para títulos públicos de curto prazo. Vários países membros faziam uso restrito de instrumentos financeiros de curto prazo por modalidades negociáveis em mercado, preferindo realizar a colocação destes títulos de acordo com condições e propósitos específicos, e com características diferenciadas de títulos e operações, junto a bancos, investidores institucionais, grandes corporações ou entidades públicas.²⁷ O que parece haver ocorrido no Brasil é a tentativa de transporte do modelo institucional norte-americano no qual a colocação de títulos públicos é realizada com o objetivo múltiplo de financiar o déficit público orçamentário, regular o caixa do Tesouro, dotar o sistema bancário de um ativo líquido compondo suas reservas secundárias e ainda participar da captação de recursos que giram em prazos curtos.

A adoção de técnicas usadas nos mercados financeiros mais desenvolvidos através da dívida pública, fomentando os mecanismos de liquidez nas transações entre intermediários financeiros, evidenciam-se como política orientada pelos documentos oficiais da época.²⁸ Não se poderia supor que ocorresse, na época, tal sofisticação no mercado financeiro brasileiro, embora houvesse a pressuposição de se fortalecer os mecanismos de "mercado" através da captação "voluntária" de recursos.

Havia também a avaliação, mais pertinente à administração econômica do período pós-67, de que a resistência à baixa na taxa de juros praticada na economia devia-se aos altos custos de operação das instituições financeiras. Esta avaliação conduziria a um número crescente de tentativas de reduzir custos para o financiamento corrente através de incentivos fiscais para empresas, fixação das taxas de juros de empréstimos de instituições financeiras e uma política de incentivo à concentração bancária e centralização financeira.

O mecanismo de open market estaria também inserido num processo de recuperação da eficácia de controle monetário sobre a economia. Isto transparecia no diagnóstico apontado e nas manifestações do Ministro da Fazenda, que se estendem até 1969, quando indicavam a ocorrência de periódicas crises de liquidez. A visão subjacente era a de que haveria um comportamento irregular dos fluxos monetários na economia ocasionando momentos de aperto e folga de liquidez, o que também era reafirmado pelo setor bancário que apontava a existência de uma inflexibilidade no sistema de recolhimento dos depósitos compulsórios e no nível destes frente a essa conjuntura. Tais fatores influenciariam nas taxas de juros cobradas pelo sistema e Delfim apontaria as operações de open market como o sistema que ofereceria uma opção a esses entraves.

A questão crucial para as empresas, neste limiar de 1969, continua sendo o custo do dinheiro, mas não há de ser através de redução dos níveis do depósito compulsório. Estamos buscando saída para o fluxo global dos recursos disponíveis e também a execução de medidas imediatas que reduzam a demanda de capital por parte das empresas.²⁹

Os exercícios de enxugamento de liquidez pelo instrumento de mercado aberto tiveram início no terceiro trimestre de 1968, ainda com as ORTN. Mas é a partir de 1969 que o instrumento passa a ter um papel crescente com a colocação da ORTN de prazo decorrido, até sua implantação definitiva em 1970 com o lançamento das Letras do Tesouro Nacional.

26 A evolução e os condicionantes da entrada de recursos externos por via de financiamentos em moeda foram detalhadamente analisados por Pereira (1974).

27 Ver OCDE (1983, v.II), p. 11-14, 36-38 e 98. Este levantamento aponta a variedade e a complexidade dos instrumentos, técnicas e objetivos da administração da dívida pública em diferentes ambientes econômico-financeiros e respectivos arranjos institucionais.

28 Ver, por exemplo, os Relatórios Anuais do Banco Central entre 1969 e 1973.

29 Citado em Macarini (1984, p. 100).

A pressão exercida pela entrada de recursos externos em moeda seria certamente a mais importante das causas do apressamento em viabilizar o instrumento de mercado aberto dado o impacto da conversão da moeda estrangeira sobre a economia. As medidas tomadas no âmbito da própria administração do endividamento externo, além da introdução da política de desvalorizações periódicas de câmbio a partir de 1968, são indicativas também de uma preocupação crescente com o sentido da regularização do impacto dos fluxos dos recursos externos que davam entrada na economia. Essa preocupação teve presença marcante no período não apenas pelo impacto cambial e de acertos nos instrumentos de política monetária via alterações de liquidez, como pelos fluxos das despesas públicas.

Segundo o que se deduz de relato de João Ary de Lima Barros, que participara do desenvolvimento inicial das operações, foram os experimentos realizados através da colocação de ORTN de prazo decorrido em 1968 e 1969 que levaram a decisão da presença de um maior número entre os agentes credenciados a operar no mercado e maior alcance em relação às suas transações.³⁰ A restrição a um pequeno número de bancos comprometeria, entre outros objetivos, a iniciativa das autoridades monetárias nas operações, fazendo com que estas se tornassem passivas aos interesses de compra do setor privado e a absorção do excesso de reservas dos bancos.

A discussão de aspectos técnicos do que significaria de fato a "iniciativa" frente a alternativas de regulamentação ou em relação a sua própria complementariedade com outros instrumentos de política monetária contrasta ainda com outra questão relativa a decisão de permitir uma maior amplitude na participação dos títulos públicos no sistema de intermediação financeira.

Um dos cânones da reformulação do sistema de intermediação financeira, que era a especialização e a compartimentalização de funções na captação e aplicação de recursos na área do crédito, deixara uma lacuna importante no tratamento de instituições ligadas ao mercado de valores mobiliários. Corretoras e distribuidoras de valores comporiam junto aos bancos de investimentos, instituições que dariam suporte à intermediação de recursos para o seguimento de crédito de longo prazo. O desmoronamento do projeto original que concedia aos bancos de investimento o papel chave de "comando" entre essas instituições, deixaria as corretoras e distribuidoras atuantes num espectro amplo de transações com valores mobiliários junto aos demais segmentos do sistema financeiro. Não é difícil notar o que a amplitude conferida ao espectro de tomadores de títulos públicos, praticamente sem restrições em relação a funções para os agentes da intermediação financeira (exceto por limites de carregamento por patrimônio), ou fora dela, representaria junto com a desarticulação do segmento do financiamento de longo prazo. A participação dos bancos comerciais no controle acionário dos intermediários de valores mobiliários, posteriormente, constituir-se-ia, também, numa forma de atuação dos conglomerados financeiros na mobilidade de recursos transacionados com ou através de títulos públicos.

1.4 - As reorientações do instrumento entre 1967 e 1969

O comportamento do endividamento público e da política monetária e fiscal em 1967 e 1968 reproduziriam a nova estratégia. A colocação líquida de títulos públicos é reduzida, mesmo em termos nominais, de Cr\$ 629 milhões em 1966 para Cr\$ 448 milhões em 1967 e Cr\$ 93 milhões em 1968, financiando neste último ano apenas 7,6% do déficit de caixa do Tesouro Nacional (Ver Tabela 1). Este déficit foi mais elevado nos dois anos, dobrando os valores dos anos anteriores e mantendo-se em 1967 e 1968 em torno de Cr\$ 1,2 bilhões. A política monetária é sensivelmente alterada em relação ao período anterior, a expansão dos meios de

³⁰ Citado em Fendt (1977, p. 16).

pagamento em 1967 é de 45,7% para uma inflação de 24,3% e em 1968 atinge 43% na expansão dos meios de pagamento para 21,6% de variação no índice geral de preços.

No sentido de afrouxar as condições de liquidez da economia já no início de 1967, foi garantida a recompra de títulos públicos em posse das instituições bancárias em períodos mensais e em prazos inferiores ao do vencimento conforme conveniência da política monetária.³¹ Isto se justificaria pela necessidade de garantir maior flexibilidade aos bancos na transformação de reservas bancárias em aplicações, evitando que os eventuais excessos de encaixe que antes não encontravam demanda no setor privado fossem transformados em maiores taxas de juros cobradas.

A maior participação das subscrições de títulos públicos junto ao sistema bancário observa-se já em 1968, demarcando as primeiras intervenções do Banco Central junto às reservas bancárias (ver Tabela 2). As alterações na composição das subscrições de ORTN são também indicativas da reorientação da dívida mobiliária em direção a uma menor participação de tomadores finais e a ampliação de tomadores institucionais como seguradoras e entidades do setor público. Observe-se que em relação aos anos de 1965 e 1966 eleva-se a participação do recolhimento compulsório e a de bancos oficiais e entidades públicas enquanto decresce a participação das subscrições por alternativas tributárias e as aplicações voluntárias.

Tabela 2
SUBSCRIÇÃO BRUTA DE ORTN

Em Cr\$ Milhões

Período	Compulsórias e Alternativas de Tributos				Voluntárias				Total
	Total	Bancos Recolhimento Compulsório	Alternativa de Tributos	Outras ¹	Total	Bancos Comerciais	Bancos e Entidades Públicas ²	Outras	
1964	30	-	30	0	10	-	9	1	48
1965	200	13	176	11	230	3	61	166	430
1966	531	102	369	60	820	108	267	445	1351
1967	978	391	429	158	1504	182	669	653	2482
1968	1927	956	657	314	1564	144	750	670	3491
1969	3327	1872	937	518	2554	267	1067	1220	5881
Participação no Total - Em %									
1964	75,0	-	75,0	0,0	25,0	-	22,5	2,5	100,0
1965	46,5	3,0	40,9	2,6	53,5	0,7	14,2	38,6	100,0
1966	39,3	7,5	27,3	4,4	60,7	8,0	19,8	32,9	100,0
1967	39,4	15,8	17,3	6,4	60,6	7,3	27,0	26,3	100,0
1968	55,2	27,4	18,8	9,0	44,8	4,1	21,5	19,2	100,0
1969	56,6	31,8	15,9	8,8	43,4	4,5	18,1	20,7	100,0

Fonte: Banco Central (Relatório Anual 1970).

(1) Seguradoras e Empreiteiras do DNER.

(2) Bacen, Banco Do Brasil, Bnh, Caixas Econômicas e demais entidades públicas.

Outra medida seria a redução das taxas de juros dos títulos públicos em meados de 1967, justificada com o objetivo de diminuir sua competitividade com os títulos privados. A redução na rentabilidade dos títulos públicos foi expressiva, colocando as ORTN como os títulos de menor rendimento em 1967 embora recuperassem essa posição em 1968. Da perspectiva de

31 Carta-Circular nº 85 do Banco Central de 31.03.67.

competitividade das aplicações financeiras, o mercado acionário nesse período (e até 1971) apresentaria maior atratividade, em decorrência de estímulos fiscais concedidos.³²

A partir de 1969 reverte-se a orientação relativa à dívida mobiliária no sentido de ampliar o volume de títulos em circulação, marcando o início da ação como instrumento de absorção do impacto monetário gerado pelos fluxos externos. Deve-se ter em conta, entretanto, também as especificidades da política econômica que nesta ocasião passara a implementar medidas como o tabelamento dos juros e incentivos à concessão de crédito pelos bancos comerciais na forma de manipulação do compulsório, redução de taxas de redesconto etc.³³ Essas medidas seriam compostas com a orientação deliberada no sentido de promover a fusão e a conglomeração bancária que se explicitaria formalmente em 1971.

A criação das Letras do Tesouro Nacional em 1970 como títulos prefixados de curto prazo, criados então exclusivamente para fins de política monetária, coroaria a reorientação imprimida à dívida mobiliária.³⁴ Os intentos com a colocação de ORTN haviam demonstrado, segundo fontes oficiais, a inadequação das características do papel para os fins da política de mercado aberto devido a fatores como o cálculo de suas remunerações.

A superação expressiva do déficit do Tesouro já em 1969, com as colocações alcançando Cr\$ 1470 milhões contra um resultado de caixa de Cr\$ 756 milhões, abriu uma nova etapa na política de dívida pública em relação aos seus objetivos originais e à contenção evidente do período 1967-68. As alterações quanto às finalidades mais imediatas da operacionalidade do instrumento na condução da política econômica remete à gestação em curso de expressivas transformações de cunho institucional e operacional com suas consequências duradouras para a gestão da dívida.

1.5 - Aspectos Institucionais e Operacionais do Processo de Gestão da Dívida Mobiliária Federal

O arranjo institucional das Autoridades Monetárias e do Tesouro em vista da emissão de dívida pública e do instrumento monetário do mercado aberto no Brasil expressa um dos pontos nodais da articulação entre a tentativa de impor uma estrutura jurídica de caráter liberal à economia pelo governo pós-64 e a evolução dos condicionantes estruturais do financiamento da economia brasileira. Vários trabalhos foram dedicados direta ou indiretamente ao tema.³⁵ Gostariamos de ressaltar a influência de aspectos desse arcabouço institucional quanto à administração da dívida pública bem como a debilidade de alguns de seus pressupostos. Dessa perspectiva, a Lei Complementar nº 12 assumiu uma importância fundamental.

³² Ver Oliveira (1981).

³³ Ver Lago (1989, pp. 34-61).

³⁴ As LTN foram criadas pelo Decreto-Lei 1079 de 29.01.70 e regulamentada pela Resolução do Banco Central nº 150 de 22.07.70.

³⁵ Constituem-se como referências em particular para esse tema três trabalhos. O principal deles talvez seja o livro, e em particular o prólogo, de Assis (1983). Outros trabalhos importantes são: Oliveira, João do Carmo; "Reordenamento do Governo Federal: Implicações e Impasses da Lei Complementar nº 12", UNB-SEPLAN, mimeo, fevereiro de 1986. Munhoz, Darcio Garcia, "Os Déficits do Setor Público Brasileiro - Uma Avaliação", UNB/ANPEC, Texto para Discussão nº 123, Brasília, julho de 1984.

1.5.1 - Lei Complementar nº 12

A Lei Complementar nº 12 de 08/11/1971 veio atender em sua edição aos objetivos múltiplos conferidos ao instrumento de dívida pública mobiliária em razão do curso que tomara as reformas financeiras da década de 60 frente à condicionantes estruturais do financiamento da economia e às diretrizes imprimidas pela política econômica.

O instrumento legal por si, como foi observado por João do Carmo de Oliveira, representou o desfecho de um período caracterizado pelo vácuo institucional no que concerne à regulamentação da política de dívida pública após a promulgação da Constituição de 1967.³⁶ Em 28/2/67 as funções da antiga Caixa de Amortizações, - um órgão encarregado da administração da dívida pública federal cuja origem histórica remontava ao Império - foram transferidas para o Banco Central aproveitando-se de uma determinação contida na mesma lei, que autorizava o resgate de títulos públicos emitidos anteriormente ao advento das obrigações reajustáveis.³⁷ Em torno dessa abertura legal, propiciada pela transferência da gestão operacional para o Banco Central, desenvolver-se-ia a desfiguração orçamentária das operações de dívida pública. Posteriormente, a Emenda Constitucional nº 1 de 17/10/69 previa também tratamento por lei complementar de operações não incluídas no Orçamento, o que já manifestava que a flexibilidade exigida para fins de política monetária trazia implicações para o controle orçamentário.

Todavia, com os desdobramentos da criação das Letras do Tesouro Nacional (LTN) em 1970 o procedimento operacional utilizado na gestão da dívida pública assumiria um contorno mais definitivo, desembocando em seguida na Lei Complementar nº 12.

Pelo decreto-lei da criação das LTN de nº 1079 de 29/01/70 ficaria delegada ao Banco Central, em nome do Tesouro Nacional, a responsabilidade de emissão daqueles títulos para fins de política monetária.³⁸ Esse decreto-lei ainda assim não determinava sua contabilização ao largo do Orçamento, pois previa a consignação de dotações para as despesas com descontos que compunham a remuneração nominal das LTN. Segundo indicações posteriores, teria sido já a partir de outubro de 1970 que se deixaria de registrar no Orçamento os fatos contábeis das operações com a dívida pública.³⁹

A consequência mais importante da implementação da Lei Complementar nº 12 é de natureza política e institucional e decorre fundamentalmente de que todos os objetivos inerentes

36 Oliveira (1986). O vácuo institucional refere-se a falta de uma lei complementar regulamentando as operações de colocação e resgate de títulos do Tesouro Nacional conforme determinava o artigo 69 da Constituição Federal de 1967.

37 Decreto-Lei nº 263 de 28/02/1967. Tal determinação correspondia aos objetivos de "recuperação do crédito público" autorizando o resgate de títulos de dívida pública emitidos anteriormente a 1964, sem cláusula de atualização monetária.

38 O decreto-lei fixava inicialmente um teto anual para as LTN em circulação correspondente a 10% do volume dos meios de pagamentos existentes em 31 de dezembro do ano anterior. Após a Lei Complementar nº 12 em 1971 esse limite ficou a critério do Conselho Monetário Nacional.

39 Essas informações constam de matéria especial publicada na Revista Conjuntura Econômica de agosto de 1979 e faz referência a entrevista concedida pelo Gerente de Dívida Pública do Banco Central na ocasião. Note-se que há ainda um episódio pouco transparente ocorrido em 1969, relativo a um giro deficitário de títulos da dívida pública, dando início aparentemente a figura da emissão de títulos para a carteira do Banco Central como contraparte ao crédito concedido pelas Autoridades Monetárias. Deduz-se daí, aparentemente, que não ocorriam até então registros de dívida pública (ou ao caráter de títulos de dívida pública) por eventuais posições deficitárias acumuladas pelo Tesouro. Isso explicaria a ausência de registro nas estatísticas da dívida pública da carteira do Banco Central na década de 60. Embora um carregamento de títulos do Tesouro na carteira do Banco Central não manifeste em si uma desfuncionalidade institucional, a não ser por condicionantes específicos como os presenciados na economia brasileira particularmente na década de 80, a expressão dessa mudança naquela ocasião é sintomática por representar a transformação de um arranjo institucional anterior que tinha em conta primordialmente os títulos públicos como instrumento de captação para o financiamento público.

à administração da dívida pública passaram desde então ao largo da lei orçamentária. Isto representou deslocamento do poder legislativo de qualquer possibilidade de determinar parâmetros em sua gestão, transferindo esta função ao Conselho Monetário Nacional. O deslocamento de qualquer controle da sociedade por seus representantes nessa matéria significou talvez a expressão mais acabada do período autoritário no âmbito econômico, uma vez que sobre a falta de transparência das operações realizadas sob a denominação de dívida pública se processariam e mesmo recairiam grande parte das implicações das políticas econômicas adotadas em todo o período.

A lei complementar em sua ambígua redação manifestava a concessão de uma ampla flexibilidade à administração do instrumento de dívida pública seja em termos orçamentários como em termos de sua gestão financeira.

Assim, em primeiro lugar, a Lei Complementar nº 12 retirou a obrigatoriedade de inserção do total das despesas relacionadas a encargos financeiros de apresentação na proposta e na execução do Orçamento Geral da União, permitindo seu financiamento automático através do giro da dívida pública.⁴⁰ Como primeira consequência, no plano de sua gestão operacional, essa medida autorizava a ampliação do estoque de dívida pública independente da expressão orçamentária dos encargos devidos.

A Lei Complementar nº 12 tornava também sem efeito explícito para fins de lei orçamentária a estimativa de receita de operações de crédito no orçamento, originária das colocações de títulos públicos e a fixação de despesas decorrentes de seu resgate. Neste particular, estava envolvida também a ausência de referências legais no sentido do estabelecer parâmetros para o financiamento - líquido de amortização - obtido através do instrumento e suas implicações junto às demais fontes de recursos orçamentários. Isto, como uma segunda consequência da perspectiva da gestão de um instrumento de financiamento, trazia implícita tanto a possibilidade de realizar-se o refinanciamento do principal e encargos a despeito de eventuais restrições decorrentes de sua própria rolagem, como a possibilidade de um esquema cumulativo na captação de recursos pela emissão de dívida.

Além das consequências inerentes à ausência de parâmetros legais orçamentários e à possibilidade de utilização de esquemas ampliados de refinanciamento, a Lei trazia implícita mais uma consequência. Tratava-se da primazia conferida a uma administração financeira dos recursos movimentados pela dívida junto a outras contas públicas. Isto é, ela não se resumiu a facilitar a incorporação dos ônus com encargos no giro da dívida ou a tornar sem efeito parâmetros de controle sobre o refinanciamento e a captação líquida de recursos, fatores estes que poderiam posteriormente, de uma forma ou outra, manifestar-se na necessidade de um desembolso de recursos orçamentários ou de outra solução de pagamento. Ela facultaria também um livre trânsito entre recursos de diferentes origens a partir de contas administradas junto à Autoridade Monetária. Tais contas - cuja identificação precisa, assim como dos fatores determinantes de suas movimentações, tornaram-se praticamente inacessíveis à análise ao longo do tempo - representavam basicamente resultados de movimentos de caixa das próprias operações com a dívida mobiliária, com resultados das disponibilidades da execução financeira do Tesouro e com recursos movimentados junto a outras contas administradas pelo Orçamento Monetário.⁴¹

40 O parágrafo segundo do artigo primeiro determinava a alocação dos encargos (juros, descontos e despesas de comissões) no Orçamento, mas o parágrafo terceiro contraditoriamente dispensava tal alocação a critério do Conselho Monetário Nacional, permitindo a sua inclusão no giro da dívida pública. Tal fato gerou o registro impreciso de encargos cobertos pelo Orçamento Geral da União, isto é, sempre existiram dotações consignadas e recursos transferidos pelo Orçamento para tais despesas, mas não na magnitude do incorrido.

41 Os demonstrativos divulgados para domínio público para as operações com a dívida mobiliária e sua relação com as demais contas de responsabilidade do Tesouro são efetivamente muito pouco transparentes para a identificação dos movimentos de recursos realizados, particularmente por envolverem em cada apresentação diferentes critérios de registro e aberturas de difícil compatibilização. O Banco Central apresentava em seus relatórios anuais a conta Balanço

A leitura dos dispositivos da Lei Complementar nº 12 aponta essa dimensão caracteristicamente financeira, isto é, de movimentação de recursos apoiada em fluxos e disponibilidades de caixa. Dali se depreende, em seu artigo terceiro, que quando o saldo da conta da administração da Dívida Mobiliária fosse deficitário, o Ministério da Fazenda poderia autorizar sua cobertura com recursos das disponibilidades do Tesouro.⁴² Vale dizer, isto significava que a despeito de quaisquer dotações consignadas pela lei orçamentária poderia ocorrer cobertura das despesas da dívida pública a partir de recursos disponíveis do Tesouro (estes podendo compreender operações que iam além das que constavam da execução orçamentária).

Em sentido contrário, quando fosse deficitário o caixa do Tesouro, o Banco Central poderia, com a autorização do Conselho Monetário Nacional, subscrever diretamente títulos da dívida pública. Este último expediente significava a possibilidade de constituírem-se títulos em carteira do Banco Central, registrados ao mesmo tempo como receita de recursos na conta de operações primárias com títulos públicos, o que de outra forma pode ser definido como um financiamento direto do Tesouro pelo Banco Central.

Tal objetivo de emissão de dívida pública não seria em si inconcebível dentro de dispositivos legais que representassem um controle da sociedade sobre seus procedimentos.⁴³ O problema maior, naquele esquema de gestão, resultaria de que emissões de dívida pública poderiam ser consequência não somente dos próprios déficits da execução de caixa do orçamento, mas do resultado de um arranjo de operações onde incluíam-se tanto contas orçamentárias e extra-orçamentárias como até mesmo uma deficiência no próprio giro da dívida pública.⁴⁴

Patrimonial e a Demonstração de Resultados das "Operações de Crédito da União", envolvendo contabilidade de todo o estoque da dívida.

Já os valores apresentados como "Operações com o Tesouro Nacional" no passivo não monetário do Balancete Consolidado das Autoridades Monetárias seguiam outra abertura e um critério de caixa. Nesta constaria de forma pouco transparente a evolução dos resultados da "Execução Financeira do Tesouro", a "Colocação Líquida de Títulos Públicos" (no caso, o impacto monetário das operações primárias e secundárias de dívida pública) e uma abrangente coluna "Outras Operações" (que apareceria mais agregada como "Débito Líquido junto ao Público" no Balancete Consolidado nos Relatórios Mensais do Banco Central na década de 70). A conta "Outras Operações" incluiria custos da dívida cobertos com recursos orçamentários e abateria "renda de operações com títulos das carteiras do Banco Central e Banco do Brasil" e transferências para Funagri, Finex e outras contas não especificadas.

Os Relatórios do Banco Central divulgavam também o demonstrativo de "Movimentos de Recursos da Dívida Mobiliária Federal" compreendendo somente operações primárias com títulos públicos. Neste era apresentado o fluxo de recursos da Dívida Mobiliária resultante das operações primárias (inclusive com o Banco Central) e de encargos ressarcidos pelo Tesouro, compreendendo estes últimos recursos diretamente alocados pelo Orçamento Geral da União e recursos não especificados. Estes provavelmente provinham da Reserva Monetária e possivelmente de um Fundo de Resgate da Dívida Pública criado na segunda metade da década de 70, mas as fontes não são indicadas.

Pode-se dizer que os registros da dívida mobiliária serviam mais para a demonstração de resultados como disponibilidades de caixa para efeito de apropriação nas contas monetárias do que para explicitar a origem dos movimentos realizados e suas responsabilidades. Além disso, as diversas apresentações envolviam também critérios diferenciados de apropriação de juros e correção monetária dos títulos vencidos, fator relevante dado o impacto nos vencimentos e sujeito a distorções em momentos de aceleração ou de patamar elevado de inflação. Receitas ou prejuízos obtidos com os movimentos de compra e venda de títulos junto ao mercado para as Autoridades Monetárias também não são identificáveis.

42 A expressão utilizada em lei é "promover a utilização das disponibilidades do Tesouro Nacional com a finalidade de nivelar a conta que registre o giro da dívida mobiliária." (grifo do autor)

43 Curiosamente a própria lei nº 4595 de 31/12/1964 (a chamada Lei da Reforma Bancária) que criara o Banco Central estabelecia que cabia a lei de orçamento determinar a parcela do déficit que poderia ser coberta pela venda de títulos do Tesouro Nacional ao Banco Central.

44 Note-se, em particular, que é esta dimensão junto a falta de transparência desses movimentos de fluxos de caixa, que fragilizaria junto à conta-movimento e a administração de fundos e programas e contas extra-orçamentárias, a observação da cobertura de déficits orçamentários pelo instrumento de dívida pública. Um resultado deficitário do

Desde já é necessário observar que a falta de transparência nos registros das operações de dívida pública junto à contabilidade do Banco Central decorrem em grande medida dessa flexibilidade instituída pela Lei Complementar nº 12 na gestão da dívida. A falta de transparência nas diretrizes de atuação do Banco Central como gestor da dívida somam-se como componente a essas prerrogativas legais.

A atuação do Banco Central no mercado primário de títulos públicos - isto é, naquelas operações que por definição corresponderiam a emissões de títulos com colocações primárias junto ao público, ou absorvidas em carteira própria do Banco Central, e resgate quando do vencimento - correspondente à função de agente do Tesouro, entrelaçava-se com suas funções de autoridade monetária exercidas através de operações secundárias que correspondem aos movimentos de compra e venda com os agentes econômicos através de títulos vincendos.

Uma decorrência, portanto, dos expedientes de caixa acima citados é que, com os títulos em sua carteira, o Banco Central poderia ou não realizar operações secundárias (as operações de revenda de títulos já emitidos) para objetivos da política de mercado aberto. Assim, tanto as operações primárias junto ao público (colocação na emissão e resgate no vencimento), como as operações secundárias (recompra e revenda de títulos pelo Bacen) ocorriam junto à gestão de um conjunto de contas do Orçamento Monetário (como as de fundos e programas, operações cambiais, redesconto e outras etc.). Títulos originalmente emitidos com uma determinada finalidade poderiam corresponder tanto às necessidades de financiamento do caixa do Tesouro, como a rolagem da própria dívida, ou a desequilíbrios nas demais operações realizadas em nome do Tesouro Nacional ou ainda a desequilíbrios da programação monetária por conta da administração de um complexo de contas ativas e passivas submetidas a diversos condicionantes.

1.5.2 - O aparato institucional do Orçamento Monetário

Conforme mencionamos na seção anterior, um aspecto constitutivo no arcabouço institucional da administração da dívida pública é sua própria participação junto ao Orçamento Monetário. As operações com títulos públicos, dada a sua resultante como impacto monetário, constituíram-se passo a passo num instrumento determinante de planejamento e administração de uma política financeira de sentido amplo, particularmente por sua participação como um elemento final de ajuste dos resultados das contas compreendidas pelo Orçamento Monetário.

De início, a parte o papel ampliado e efetivo que assumiria em sua evolução, o Orçamento Monetário seria, segundo a Lei da Reforma Bancária,⁴⁵ um instrumento de programação monetária cujo objetivo expresso seria estimar as necessidades globais de moeda e crédito da economia. Frente ao objetivo de se criar uma instituição autônoma como gestora da política monetária, a presença do Banco do Brasil entre as Autoridades Monetárias tornaria esse instrumento de programação monetária um mecanismo híbrido de regulação do sistema monetário e financeiro.

A manutenção do Banco do Brasil como autoridade monetária representou a desfiguração de uma hierarquia do sistema monetário e financeiro idealizada nas reformas institucionais ao atrelar um banco comercial como depositário das reservas bancárias do restante do sistema e que teria diretamente o controle do crédito atrelado aos depósitos à vista. Tal fato em si já representaria uma especificidade no instrumento de programação monetária que abrangeria

próprio giro da dívida pública pode assumir diferentes conotações naquele arranjo monetário. Mais tarde, igualmente, permitiria a composição do hedge ao passivo cambial assumido pelo Banco Central num contexto de unidades monetárias de conta diferenciadas em vigência na economia brasileira.

45 A Lei de Reforma Bancária, como ficou conhecida, teve como objetivo básico definir um gestor operacional de política monetária, creditícia e cambial, o Banco Central, e um órgão normativo, o Conselho Nacional.

simultaneamente ainda um conjunto das operações ativas e passivas do Banco do Brasil de responsabilidade do governo federal, com vistas ao balizamento pretendido da expansão da moeda e do crédito na economia.

O fato do Banco do Brasil permanecer como agente financeiro do Tesouro Nacional, realizando operações a conta e ordem do governo Federal, numa função que em certo sentido remonta à origem da própria instituição, contribui para explicar sua manutenção entre as autoridades monetárias.⁴⁶ Da perspectiva de suas implicações para o instrumento de programação monetária, entretanto, deve-se considerar que a existência de um banco comercial como agente financeiro ou depositário das disponibilidades do Tesouro não é em si, necessariamente, uma anomalia institucional quando há parâmetros legais claramente definidos de sua atuação em função de dispositivos institucionais. Nesse aspecto, os desdobramentos posteriores com a ampliação e a criação de uma vasta gama de operações de crédito a conta e ordem do governo federal contribuiriam mais decisivamente para uma utilização ampliada e distorcida do orçamento monetário como instrumento de gestão financeira das contas públicas.

De relevância para esse aspecto seria inicialmente a subordinação das fontes de suprimentos de recursos para políticas creditícias implementadas pelo Banco do Brasil às metas da programação monetária. Um dos pilares dessa nova disposição seria a montagem do Sistema Nacional de Crédito Rural pela Lei nº 4829. A incorporação dessas funções à atribuição do Banco Central tendo como seu braço operativo o Banco do Brasil ensejou a criação de controles administrativos pelo Orçamento Monetário. Tais controles ao longo do tempo sobrecarregariam o mecanismo de suprimento automático de recursos ao Banco do Brasil via Conta-Movimento, montada inicialmente para dar solução de continuidade à política de crédito do governo Federal.

A partir do final dos anos 60, e acentuando-se de importância ao longo dos 70, foram criadas diversas linhas de crédito especiais junto ao Banco do Brasil assim como os Fundos e Programas administrados pelo Banco Central. Essas linhas ganhariam importância na década de 70 como nos casos do Fundo de Financiamento à Exportação (FINEX) e do Fundo Geral para Agricultura e Indústria (FUNAGRI), que operariam tendo como fontes recursos do Tesouro, operações externas (contratações diretas de financiamento) e o próprio retorno de suas operações. O crescimento dessas operações, as perdas nos retornos de empréstimos e a deficiência quanto às suas fontes próprias de financiamento levariam à alocação de recursos a essas contas a partir do Orçamento Monetário através de "Adiantamentos do Banco Central a Fundos e Programas", representando expansão monetária ou a absorção de moeda pelas operações de dívida pública.

Como a legislação era omissa em relação à destinação obrigatória que o Banco Central daria aos recursos captados pela emissão de dívida pública, desenvolveu-se também, posteriormente, mecanismos que permitiriam repassar ao Tesouro eventuais prejuízos que o Banco Central incorresse por conta de políticas específicas. A utilização da dívida mobiliária

⁴⁶ José Luís Bulhões Pedreira salientou que a demora na criação do Banco Central resultou de oposição do Banco do Brasil dada sua influência e prestígio na administração pública. Ary Cesar Minella, ressalta que nos debates que antecederam a lei da reforma bancária nunca assumiu posição consensual mesmo entre os representantes do setor bancário privado o status que deveria assumir o Banco do Brasil na nova configuração institucional, embora estes tenham convergido para a posição de criação do Banco Central a partir da antiga SUMOC. A "solução de compromisso" representada pela presença do Banco do Brasil sob a égide do controle do orçamento monetário, decorreria assim não apenas de pressões internas da instituição, mas do próprio interesse na sua preservação como fonte do crédito direcionado a algumas atividades.

A criação do Banco Central a partir da SUMOC e o papel de executor da política monetária sob a diretriz normativa do Conselho Monetário Nacional, expressaram a resultante de um longo debate que ganhara maior intensidade na primeira metade da década de 60 e cujo desfecho ocorreria após o golpe de 1964 com o poder legislativo mutilado e através da influência determinante da nova correlação de forças no poder executivo. Boa parte das discussões sobre os aspectos institucionais do novo sistema monetário durante aquele debate, deslocara-se ao longo do tempo de questões como a utilização da estrutura operacional do Banco do Brasil para a criação da nova autoridade monetária central, autonomia nas decisões normativas pela nova autoridade, etc. para a discussão da composição do Conselho Monetário Nacional, o órgão normativo máximo, cabendo ao Banco Central o caráter de agente fiscalizador e de controle como executor da política monetária. Ver Minella (1988), capítulos I e II.

como "hedge" a existência de passivos registrados em moedas estrangeiras inscreveria-se, mais tarde, nessa maleabilidade conferida à administração do instrumento de dívida pública.

O Orçamento Monetário transcenderia dessa forma aspectos meramente monetários, incorporando às diversas funções de autoridade monetária (de regulação do sistema monetário e financeiro, administrador de política cambial etc.), funções de agentes de políticas fiscais, creditícias e patrimoniais.

O papel das operações de dívida pública a partir da Lei Complementar nº 12 e do aparato do Orçamento Monetário expressa em boa parte a descaracterização do modelo institucional montado no período das reformas em meados da década de 60. Em particular, das funções de colegiado deliberativo encarregado das definições da política monetária e da regulamentação do mercado financeiro: o Conselho Monetário Nacional subordinar-ia-se integralmente como uma instância homologatória das decisões do poder executivo para uma vasta gama de operações de política fiscal, cambial, creditícia, financeira e monetária do governo federal.

1.5.3 - Operações de dívida pública e Orçamento Monetário

Para tentar compreender o papel das operações de dívida pública no Orçamento Monetário talvez seja interessante apontar esquematicamente sua funcionalidade a partir da leitura de documentos de Edésio Fernandes Ferreira sobre os critérios para a elaboração e a dinâmica de ajustes processados no referido instrumento de programação em meados da década de 70.

A elaboração do Orçamento Monetário compreendia de um lado a programação de todas as contas ativas e passivas da autoridade monetária e de outro projeções sobre os valores dos meios de pagamento "desejados" no que se incluía uma série de hipóteses sobre o comportamento da economia e em particular da demanda por moeda. Supunha-se então que "a necessidade de emitir moeda pode derivar ou de expansão dos empréstimos das Autoridades Monetárias aos setores público e privado, ou de desequilíbrio nos fluxos de fundos entre bancos e o público".⁴⁷

Segundo Ferreira, o critério para programação dos diversos itens que compunham as aplicações líquidas das autoridades monetárias envolvia algumas de caráter normativo e outras de natureza indicativa. Entre as primeiras estavam os empréstimos do Banco do Brasil com o estabelecimento de limites que não deveriam ser ultrapassados. Em relação aos demais, havia itens como o financiamento ao Tesouro, operações cambiais, preços mínimos, compra e venda de produtos, redescontos etc., envolvendo estudos das condições em curso dessas operações. Se não se verificassem as projeções embutidas no quadro de aplicações e recursos das Autoridades Monetárias, tal como o referente às contas cambiais, o elemento de ajuste seria as operações de mercado aberto no sentido de neutralizar os desvios.

As operações com a dívida pública teriam até aí dois papéis, conforme apontado por Edésio Fernandes Ferreira: primeiro, entravam na programação como item de financiamento ao Tesouro dentro das projeções de aplicações e recursos das Autoridades Monetárias para um determinado período; segundo, serviam pelas operações de mercado aberto como elemento neutralizador de desvios decorrentes daquelas projeções.

As operações junto ao público da dívida mobiliária (primárias ou de mercado aberto) compunham recursos do financiamento ao Tesouro Nacional junto às Autoridades Monetárias, daí resultava, segundo o próprio Edésio Fernandes Ferreira, que "... a variável estratégica utilizada

⁴⁷ Ferreira (1974, p. 22).

pelas Autoridades Monetárias no sentido de obter, a cada período, o valor programado da Base Monetária, consiste em ajustar o item 'Tesouro Nacional - Financiamento pelas Autoridades Monetárias', através da política de dívida pública, de modo que se tenha sempre: Aplicação total menos passivo não-monetário igual à passivo monetário programado".

Note-se, então, que se apontava nesse documento que qualquer que fosse a origem do desvio das projeções, seu reflexo dar-se-ia num ajustamento pelo item da programação de financiamento ao Tesouro Nacional pelas Autoridades Monetárias. Note-se também que todas as situações possíveis e cabíveis dentro dessa sistematicidade contemplavam sua resultante como impacto monetário, inclusive da parcela das operações de dívida pública com o mesmo efeito. Assim, pela lógica do instrumento de programação monetária importava adequar as operações ativas e passivas, aplicações e recursos das Autoridades Monetárias a níveis desejados da base monetária.

O mecanismo de "nivelamento de recursos", facultado pela Lei Complementar nº 12 entre as disponibilidades do Tesouro e o giro da dívida pública, exercia também aí enorme maleabilidade à transferência de recursos no passivo não-monetário das Autoridades Monetárias, no qual se incluíam Fundos e Programas do Bacen. A possibilidade de emissões primárias de dívida pública para fins do "nivelamento de contas", ainda que os títulos assumissem a expressão de um ativo para a carteira do Banco Central e um passivo para o Tesouro, podia representar a camuflagem das próprias fontes de financiamento das operações ativas das Autoridades Monetárias.

O arranjo institucional do Orçamento Monetário, em outras palavras, possibilitava que a contrapartida em emissões de dívida pública não tivessem a correspondência direta ou imediata com necessidades de financiamento do OGU, e também não trazia vinculação transparente com a carência de fontes de recursos para operações de crédito cursadas nas Autoridades Monetárias. A preocupação imediata do Orçamento Monetário centrava-se, pelos seus pressupostos, no equilíbrio da programação monetária com vistas ao controle da oferta da moeda. As dificuldades que surgiriam quanto à carência de fontes de recursos, seja por subsídios implícitos concedidos nas operações de crédito ou pela ausência de fontes externas de recursos, rebateriam inevitavelmente na emissão e na colocação de dívida pública na ausência de fontes alternativas de financiamento. Todavia a emissão não tomava expressão direta da contrapartida de uma aplicação líquida de recursos previamente ocorrida.

Além da ausência de operações de natureza fiscal e creditícia no Orçamento Geral da União, tal fato dificultaria posteriormente toda a análise da representatividade da fonte de financiamento pela dívida pública para fins fiscais e parafiscais junto aos recursos tributários e às outras fontes de financiamento.

1.5.4 - Open-market e a institucionalidade monetária

Na segunda metade dos anos 70 levantou-se recorrentemente a questão do grau de eficiência das operações de mercado aberto como instrumento de controle monetário em razão de crises observadas no período junto ao sistema financeiro. Na defesa da funcionalidade do instrumento, a questão da duplicidade das autoridades monetárias aparecia como fator preponderante das limitações de sua eficácia. Todavia, boa parte dos recorrentes argumentos dessa desfuncionalidade minimizaram as múltiplas faces da gestão da dívida pública nesse arranjo.

O ambiente institucional criado em 1964 trouxe de fato uma série de restrições ao emprego de instrumentos de controle monetário nas feições idealizadas pela criação do Banco Central. Todavia, a posição peculiar da administração da dívida pública em todo o arranjo

institucional sugere que a sua funcionalidade fora requerida em diversos aspectos, inclusive em face de suas relações com o sistema de intermediação.

O sistema monetário montado em 1964 previa a criação de um Banco Central com autonomia e instrumentos e políticas de atuação semelhantes ao do Federal Reserve System norte-americano. A permanência do Banco do Brasil como autoridade monetária desfez o projeto de uma entidade única e autônoma gestora de política monetária. Sua implicação para o mecanismo do mercado aberto, é que o controle sobre as operações de crédito do Banco do Brasil seriam feitas pela ótica do Orçamento Monetário que balizaria no agregado às contas monetárias.

Outros aspectos, no entanto, devem ser notados. Para alguns autores, a peculiaridade institucional do sistema monetário brasileiro é que se procurou montar um Banco Central nos moldes americanos num meio ambiente onde predominava características semelhantes ao sistema monetário inglês, dada a presença do Banco do Brasil exercendo funções similares às do Banco da Inglaterra.⁴⁸

As peculiaridades do sistema monetário e financeiro norte-americano é produto de uma longa evolução histórica, marcando mesmo frente aos sistemas de outros países desenvolvidos características muito específicas em sua formação institucional.⁴⁹ Particularmente no que diz respeito ao alcance das operações de mercado aberto como mecanismo de transmissão da política monetária, seus efeitos guardam uma forte correlação com o ambiente institucional decorrente de um processo histórico de formação de características do sistema monetário e financeiro. Limitando-se a comparação com o sistema inglês, de onde origina-se a própria operacionalidade do instrumento, sua função naquele sistema ainda hoje exerce um papel eminentemente complementar, agindo à sombra dos instrumentos mais tradicionais de política monetária: o compulsório e o redesconto.⁵⁰ Já no sistema norte-americano, o instrumento detém desde a

48 FENDT (1977, pp. 19-20). Para o autor, a presença do Banco do Brasil como uma instituição atuando a semelhança do Banco da Inglaterra, como o um banco simultaneamente comercial e agente financeiro do Tesouro, traria uma série de restrições ao emprego dos instrumentos de controle monetário da tradição americana. As funções das operações do mercado aberto assumiram no sistema inglês um efeito neutralizador das alterações do compulsório, caracterizando-se mais como um instrumento complementar do que um instrumento independente de política monetária como no molde norte-americano. Poderia-se somar a esse argumento, a presença "tradicional" dos títulos públicos através das bolsas e instituições de corretagem (bill-brokers), com um espectro diversificado de modalidades e prazos e com tomadores que vão além do sistema financeiro ou do bancário comercial, o que torna o mercado para colocação relativamente autônomo do mercado de empréstimos.

49 As origens históricas do Federal Reserve, por exemplo, tem uma associação determinante com as peculiaridades do federalismo norte-americano e as origens de um sistema bancário marcado pela disputa de seus centros financeiros e vinculações com bancos europeus. O governo federal norte-americano por duas ocasiões no século XIX procurou criar um banco próprio depositário de suas receitas esbarrando numa grande oposição de interesses locais, situação que difere marcadamente da origem do Banco da Inglaterra e de outros bancos públicos europeus. Tal fato repercutiu lá ainda hoje numa sistematicidade peculiar dos depósitos das disponibilidades do Tesouro em diversos agentes financeiros e uma apropriação fracionária e registro nas contas da autoridade monetária. O Tesouro norte-americano desenvolveu ao longo da história variados sistemas para adaptar suas fontes e necessidades de recursos a disponibilidade de fundos monetários nos bancos comerciais. A cunhagem do dólar como padrão monetário nacional, as greenbacks, associa-se a própria emissão direta de moeda pelo Tesouro, convertida posteriormente em moeda central. O Federal Reserve foi criado apenas em 1914, após uma série de abalos financeiros decorrente de disputas travadas por um longo período em torno do monopólio de emissão de notas bancárias, sistemas hierarquizados de compensação entre diferentes praças com epicentros nas principais comunidades financeiras, etc. A emissão do dólar em diferentes localidades do Estado norte-americano, resultante de sedes administrativas regionais na configuração do Sistema da Reserva Federal, expressa desdobramentos da mesma origem histórica e institucional em sua criação.

50 Essa peculiaridade fora apontada em trabalho de Roberto Fendt Jr (1977), pp. 17-21. Cabe ressaltar que a semelhança do exemplo norte-americano (a seguir) o mercado de títulos públicos de curto prazo exercia uma forte influência no mercado de descontos através do qual as instituições bancárias tem acesso a moeda central da economia junto ao Banco da Inglaterra.

Segunda Guerra uma grande autonomia informando ao mercado alterações no rumo da política monetária.⁵¹

Segundo Aglietta e Orleans, o vasto mercado de títulos públicos na economia norte-americana, que se organizou e diversificou na década de 50, assumiu um aspecto central naquele sistema monetário e financeiro através de uma peculiar relação que se estabeleceu entre o FED e o sistema bancário em torno do estoque então já constituído de títulos públicos.⁵² A enorme dívida pública federal norte-americana remonta particularmente a Segunda Guerra Mundial e, na prática, por sua decorrência manteve o sistema bancário e a própria instituição monetária central atrelados ao Tesouro,⁵³ enquanto paralelamente criaram-se agências de crédito autônomas com capital subscrito pelo Tesouro encarregadas pelo financiamento de longo prazo a atividade produtiva.

Somente após um acordo entre o Tesouro e o FED em 1951, que permitiu ao último autonomia na fixação dos preços dos títulos públicos, conseguiu-se criar uma nova articulação para a regulação e a expansão do sistema monetário e financeiro norte-americano em torno da autoridade monetária. O mercado de títulos públicos a partir de então constituiu um "compartimento monetário de títulos de curto prazo que se tornou um instrumento privilegiado de ação do Banco Central para deter os bancos comerciais em sua própria moeda... Enquanto a importância dos títulos públicos para o sistema bancário era direta, como principal ativo remunerador e como meio de obter reservas, a pressão monetária dependia dela inteiramente. Ela decorria da perda de capital provocado por uma alta das taxas de juros"⁵⁴ Desde então as instituições bancárias norte-americanas liberaram-se progressivamente de suas posições em títulos públicos sobre a pressão paralela de uma demanda de crédito expansionista, a qual, por outro lado, vira-se sustentada num longo período pelo aval de agências oficiais de crédito. A década de 50 teria correspondido assim à fase "áurea" da funcionalidade do instrumento de mercado aberto na economia norte-americana, suscitando posteriormente a difusão e maior importância de outros instrumentos paralelos de regulação monetária e diversificação de fontes de recursos para o sistema bancário como o mercado de fundos federais, a criação dos certificados de depósitos e outros.

Outro aspecto decisivo é o de que nas economias que se utilizaram acentuadamente do instrumento, o mercado de títulos públicos tem abrangência maior do que o segmento do mercado monetário sobre o qual atua mais diretamente o instrumento de mercado aberto em intervenções de regulação da liquidez. Isto é, a presença de tomadores finais com o carregamento de títulos de longo prazo de reduzida negociabilidade garante uma larga margem de flutuação na cotação dos títulos públicos nas operações de curto prazo, refletindo-se um comprometimento menos direto para o tesouro público ou a própria regulação monetária.⁵⁵

Também essa feição emergiu de contextos históricos específicos: em alguns casos há longa tradição na presença de títulos de um emissor público que ultrapassa e se confunde com a própria origem dos sistemas monetários e bancários modernos. Muitos bancos comerciais foram

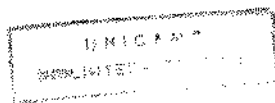
51 Sobre as características operacionais e a dinâmica de atuação das operações de mercado aberto no sistema financeiro norte-americano ver Meek (1984).

52 Ver Aglietta e Orlean (1990, pp. 378-408).

53 Um estudo de um financista francês, a pretexto de uma comparação entre os sistemas de finanças públicas entre as principais economias, apontava no início da década de 50 que o Tesouro norte-americano exercera na prática o papel de Banco Central e que mesmo após concentrar-se mais nas atribuições de financiamento do orçamento por recursos ordinários e extraordinários, a utilização dos títulos públicos para regular o volume monetário pelas reservas bancárias conferiu-lhe um papel chave na regulação das finanças públicas e da moeda. O mesmo autor também chama atenção para a participação que tomara os títulos públicos na carteira de ativos dos Bancos da Reserva Federal com a diminuição de importância do padrão ouro nas regras de convertibilidade das emissões monetárias, identificando nisto um padrão generalizado das economias mais avançadas e que acompanha a maior participação dos fluxos orçamentários na economia. Ver Laufenburger, Henry; *Finanças Comparadas*, Edições Financeiras, Rio de Janeiro, 1952.

54 Aglietta e Orlean (1990, p. 381).

55 Ver, por exemplo Barros (1992).



fundados por capital constituído de dívida do Estado, a princípio como um contravalor de um crédito (um empréstimo em ouro) obtido por este, mas constituindo-se a partir daí em base patrimonial para a própria expansão do crédito bancário. A derrocada do padrão ouro pôs a nu, em particular após a emergência das grandes dívidas públicas nos períodos de Guerra Mundial e os anos de depressão, que o referencial último de riqueza era um mito, mas que a necessidade subjacente de que o mito seja real, constituiu as autoridades monetárias centrais de carteiras elevadas de títulos públicos no espectro de lastros da moeda nacional.

A disputa por uma fatia de recursos como os movimentados pela arrecadação, disponibilidades e pagamentos do Tesouro Público, é também um dos determinantes na formação histórica dos espectros institucionais dos sistemas monetários de várias economias, junto ao acesso de instituições privadas de crédito aos sistemas de compensação ("clearing") ou as disputas entre instituições bancárias por monopólios de emissão de notas bancárias que resultariam no próprio monopólio estatal de uma moeda nacional.⁵⁶ O confronto de interesses entre o Tesouro e a autoridade monetária também ofereceria uma forte resistência a alterações bruscas nas diretrizes da política exercida nas operações secundárias de mercado aberto.

No âmbito da gestão monetária, uma determinada opção entre os instrumentos tradicionais da política monetária como o compulsório, o redesconto ou o open-market traduz também sinalizações para as condições do crédito em geral da economia e sobre o qual a autoridade monetária procura influir em sua natureza ambígua.⁵⁷

Edésio Fernandes Ferreira afirmaria em meados da década de 70 que a partir da introdução das operações de mercado aberto, as Autoridades Monetárias deixaram de se valer dos demais instrumentos tradicionais como meios de 'controle da oferta monetária': "a ênfase da política monetária se deslocou da manipulação do 'multiplicador' para o mais direto controle da base monetária, via administração da dívida pública interna, principalmente das operações de mercado aberto".⁵⁸ Em outras palavras, a utilização do compulsório e do redesconto havia se transformado preferencialmente em instrumento da política de crédito seletivo, enquanto as operações de mercado aberto transformara-se no instrumento preferencial de um ajuste pelas Autoridades Monetárias para o controle da oferta monetária.

A menção acima aponta para a primazia conferida às operações de dívida pública pela eficácia enaltecida como mecanismo de transmissão dos objetivos da política monetária. O argumento mais difundido das vantagens do instrumento de mercado aberto seria o de sua ação rápida e menos discriminatória do que os dos demais instrumentos monetários, na medida em que aquele afetava mais diretamente os setores da economia com excesso de liquidez. A outra

56 Ver por exemplo o relato da origem histórica de bancos centrais no século XIX num levantamento realizado por Goodhart, Charles; "The Evolution of Central Banks", The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 1988, appendix. Os exemplos mencionados pelo trabalho, e o contexto histórico em que ocorreram, sugerem que a questão da institucionalidade monetária no Brasil é antes de tudo uma decorrência das próprias contradições de uma economia capitalista de desenvolvimento tardio. O que não significa que as feições institucionais das economias avançadas sejam modelares e menos ainda infensas a mudanças, mas que as características do desenvolvimento das economias retardatárias não atingem estabilidade pela própria manifestação dos conflitos de natureza estrutural dos interesses internos.

57 A ambiguidade da natureza da autoridade monetária é decorrência das próprias contradições presentes naquilo que procura instrumentalizar, isto é, a própria moeda. Embora o pano de fundo neoclássico das diversas teorias que atribuem funcionalidades determinadas a política monetária, encarem a moeda com um deus ex-machina, sua natureza própria é a instabilidade porque emana de circuitos de transações que nunca se fecham, seja no estágio histórico em que preponderam as atividades produtivas e mercantis seja quando as relações financeiras entre os agentes econômicos sobredeterminam e no limite procuram excluir essas atividades. A expressão moderna e mais ampla dessa ambiguidade é a contradição entre os circuitos financeiros e produtivos em razão do potencial de descolamento entre essas órbitas num sistema monetário hierarquizado onde a autoridade central vê-se compelida a arbitrar os déficits que são constitutivos das moedas em circulação. Ver Aglietta e Orlean (1990), capítulo 3.

58 Ferreira (1977, p. 61).

face do referido argumento, todavia, é justamente a possibilidade de um caráter eletivo sobre segmentos econômicos específicos na sua operacionalidade.

As intervenções da autoridade monetária envolvem diferentes aspectos e mesmo as tentativas de definição dessas atividades é parcial por não explicitar inúmeras relações que encerram. Para ficar com um exemplo mais simples, o "timing" de um serviço de compensação, uma das funções mais tradicionais exercidas pela autoridade monetária central, pode interferir em outro tipo de atividade como a das intervenções realizadas através do redesconto.

Intervenções monetárias através das operações de mercado aberto não adquirem por si neutralidade. Um estudo recente de Robinson e Stella sob a perspectiva de discernir atividades monetárias e fiscais num Banco Central para efeitos de contabilização num déficit público pelo critério de necessidades de financiamento, toca indiretamente nessa questão crucial:

Tanto a intervenção (através das operações de mercado aberto) como o redesconto podem resultar numa extensão de crédito ao setor privado. Uma questão importante é se essa extensão de crédito é similar, por exemplo, a um empréstimo do governo a uma indústria particular (o que seria considerado um empréstimo líquido) ou se isto é qualitativamente diferente.⁵⁹

A consideração dos autores de que são qualitativamente diferentes de uma operação de crédito eletiva, por considerá-las um tipo de atuação da autoridade monetária que não se dirige especificamente a um setor revela o cerne da questão. Se levarmos em conta a concentração de recursos na sociedade e de como inserem-se e efetuam-se as transações financeiras a resposta pode assumir outra dimensão.

1.5.5 - A guisa de conclusões

O arcabouço institucional criado através do Orçamento Monetário, com o esquema de dupla autoridade monetária e a criação do Conselho Monetário Nacional, e consolidado pela Lei Complementar nº 12, gestou um quadro de extrema flexibilidade para a gestão das políticas fiscal, monetária e cambial durante os anos 70. Por outro lado, todo o aparato institucional constituído propiciaria a descaracterização dos limites de atuação atinentes a essas políticas, particularmente frente às suas fontes próprias de recursos fiscais e o seu alicerce sobre uma variedade de operações creditícias do lado passivo e ativo das contas do Orçamento Monetário.

As transformações ocorridas junto à dívida mobiliária na direção de sua instrumentalização para fins da política econômica confundem-se em grande medida com essa operacionalidade adquirida junto ao Orçamento Monetário. Em seu bojo, todavia, desenvolveram-se características próprias da inserção dos títulos públicos no sistema de intermediação financeira cuja origem pode ser atribuída mais precisamente à própria orientação da introdução das operações de mercado aberto e pelo estímulo à constituição de um mercado secundário ativo para a negociação dos ativos financeiros públicos. Essa dimensão tornar-ia-se tanto mais relevante na medida em que os determinantes de natureza fiscal, cambial ou monetário que se acumulariam de forma imprecisa ao longo das duas décadas seguintes esbarrariam, em diferentes circunstâncias, em movimentos especulativos e na fragilidade da dívida mobiliária junto ao sistema financeiro. É o que procurar-se-á observar nos capítulos seguintes.

⁵⁹ Robinson e Peter (1988, pp. 24-25).

2 - CONDICIONANTES E CARACTERÍSTICAS DA EXPANSÃO DA DÍVIDA MOBILIÁRIA NA DÉCADA DE 70

No capítulo anterior procuramos descrever os objetivos da criação do instrumento de dívida pública em meio às reformas da década de 60, a desfiguração de seu papel orçamentário original com a constituição de um arcabouço institucional que criou ampla flexibilidade à administração da dívida pública mobiliária e o estímulo inicial à difusão das operações de mercado aberto. Neste capítulo, discutiremos o papel que assumiria a dívida pública mobiliária na dinâmica financeira da economia brasileira nos anos 70 e indicar algumas de suas características.

A hipótese deste capítulo é que ao longo dos anos 70 o endividamento mobiliário consolida-se como um instrumento de política econômica que tem como objeto imediato a gestão dos condicionantes do financiamento externo e de sua articulação com o desenvolvimento e as transformações do sistema de intermediação financeira, o que é propiciado pelo arcabouço institucional anteriormente analisado. A consolidação da dívida como um instrumento de política econômica orientada para esses fins, todavia, não significa desprezar totalmente sua importância relativa entre as fontes do financiamento público, tal como procuraremos apontar adiante. É que, a partir daqueles condicionantes, a administração do endividamento assumiria e cristalizaria relações específicas com o sistema de intermediação financeira e com a estrutura de financiamento da economia brasileira, emergindo estas relações como fatores constitutivos do instrumento de dívida pública. Uma vez cristalizadas, estas determinariam a própria natureza do instrumento como uma fonte potencial de financiamento, interferindo significativamente no alcance e possibilidades de sua utilização, contribuindo ainda nos anos 80 para determinar o desequilíbrio financeiro do setor público. Por isso, para entender seu comportamento nos anos 70, é necessário antes fazer uma discussão sobre os seus principais determinantes no período e as características por ela assumidas.

2.1 - Condições da evolução da Dívida Mobiliária

2.1.1 - Influência do financiamento externo: impacto monetário e o estímulo à captação de recursos externos

O financiamento externo assumiu ao longo dos anos 70 um papel central no padrão de financiamento público e privado que emergira das reformas realizadas no período 1964-66. Suprindo uma lacuna no desenvolvimento do sistema de intermediação financeira como fornecedor de fundos de longo prazo, o financiamento externo representou peça fundamental da estrutura de financiamento, bem como na articulação da política cambial com os demais instrumentos da política econômica.

A formação e a expansão da dívida externa ao longo dos anos 70 esteve predominantemente relacionada à dimensão das articulações financeiras constituídas com o exterior, mais do que em razão dos desequilíbrios em transações correntes do balanço de pagamentos observados no período. Tal aspecto pode ser observado, inicialmente, pelo comportamento dos fluxos financeiros externos frente aos fluxos das transações comerciais e de serviços não fatores que manifestam a absorção ou transferência de recursos reais ao exterior.⁶⁰

⁶⁰ A expressão "transferências de recursos ao exterior" é utilizada em duas acepções. De um lado, a que se associa a perspectiva das contas externas manifestando a remessa ou entrada líquida de divisas do país, referindo-se à diferença entre a renda líquida enviada ao exterior (sob a forma de juros, lucros etc.) e o movimento líquido de capitais. Essa definição é denominada aqui por "transferência de recursos financeiros". De outro, a associada a perspectiva da identidade das contas nacionais, referindo-se à diferença da demanda doméstica agregada (consumo mais investimento) e o produto interno bruto, o que pela definição representa a contribuição positiva ou negativa dos saldos de bens e serviços

O apontamento do comportamento das contas externas é também relevante para enunciar algumas articulações constituídas com o endividamento interno.

Na fase expansiva do ciclo econômico, considerando-se a média dos fluxos observados entre 1968 e 1973, a entrada de recursos financeiros externos superaria os resultados equilibrados da balança comercial, cobrindo ainda com folga as despesas com serviços não-fatores (ver Tabela 3). O aumento da dívida externa do país no período ocorre, então, num contexto de limitada absorção líquida de recursos reais oriundos do exterior, refletindo-se na elevação das reservas internacionais das autoridades monetárias.⁶¹

É sob o impacto da elevação das reservas que se constitui e se intensifica a utilização da dívida mobiliária como o instrumento de absorção e controle da liquidez na economia brasileira. Cabe aqui apontar apenas o fator determinante que a entrada líquida de capitais representa para o desenvolvimento do operações de mercado aberto e que se justificaria então pela necessidade de absorver o impacto monetário gerado pela conversão de divisas da ótica das Autoridades Monetárias.

Tabela 3
BALANÇO DE PAGAMENTO DO BRASIL
TRANSFERÊNCIA DE RECURSOS
Média anual - em US\$ bilhões

DISCRIMINAÇÃO	68-73	74-75	76-78	79-80
1-Balança comercial (FOB)	0,0	-4,1	-1,1	-2,8
1.1-Exportações	3,3	8,3	11,6	17,7
1.2-Importações	-3,3	-12,4	-12,7	-20,5
2-Serviços não-fatores	-0,5	-1,4	-1,3	-2,1
3-Transferências de recursos reais (1+2)	-0,5	-5,5	-2,3	-4,9
4-Serviços de fatores	-0,5	-1,4	-3,0	-6,4
4.1-Juros	-0,3	-1,1	-2,2	-5,2
4.2-Lucros e dividendos ¹	-0,1	-0,2	-0,5	-0,5
4.3-Outros serv. de fatores	-0,1	-0,1	-0,4	-0,7
5-Transferências unilaterais	0,0	0,0	0,0	0,1
6-Saldo em conta corrente (3+4+5)	-1,0	-6,9	-5,4	-11,2
7-Entrada líq. de capitais ²	2,0	6,0	7,4	7,8
8-Transferências de recursos financeiras (4+7)	1,5	4,5	4,3	1,4
9-Variação das reservas (6+7)	1,0	-0,9	2,0	-3,4

Fonte: Banco Central do Brasil.

(1) Exclui lucros reinvestidos.

(2) Inclui investimentos diretos, financiamento de importações, empréstimos externos, capitais de curto prazo, outros capitais, amortizações pagas, erros e omissões e capitais compensatórios. Exclui reinvestimentos.

não-fatores para a poupança bruta. Ver Baptista Jr., Paulo Nogueira, "Formação de Capital e Transferência de Recursos ao Exterior", op. cit. p. 93 e Bacha, E., "Crise da Dívida, Transferências Externas e Taxa de Crescimento dos Países em Desenvolvimento", op. cit. p. 437-441.

61 Baptista (1985, p. 218).

Alterações no âmbito das relações comerciais e produtivas com o exterior, em vista da elevação de preços de matérias-primas e da deterioração nas relações de troca, provocariam entre 1974 e 1975 a transferência de recursos reais para fora do país. Observando-se já uma elevação nos desembolsos de juros, os desequilíbrios correntes do balanço de pagamentos seriam cobertos pelo aumento abrupto da entrada líquida de capitais, mantendo-se esta desde então em patamar mais elevado.

Os déficits comerciais, embora declinantes de 1975 a 1977, ressurgem timidamente a partir de 1978, trazendo um determinante de dimensão "produtiva" para os desequilíbrios em transações correntes do balanço de pagamentos. Todavia, a transferência de recursos financeiros para o país manter-se-ia ainda acima das pressões daí decorrentes. Apesar do aumento dos desembolsos de juros já contribuírem para consolidar os desequilíbrios em contas correntes do balanço de pagamentos, a transferência de recursos financeiros para o país mantém-se em escala crescente.

No final da década, entre 1979 e 1980, um novo salto no desembolso de juros remetidos ao exterior, refletindo a maturidade e o encurtamento do perfil da dívida externa e a elevação das taxas de juros no mercado financeiros internacionais, provocaria a redução do resultado das transferências de recursos financeiros para o país. Os últimos anos do período são marcados já, acentuadamente, pela reprodução financeira do endividamento externo, iniciando-se um processo de estrangulamento nas contas externas que desencadeará a reversão das relações observadas nos fluxos externos do país nos anos 70.

Assim, em grande parte dos anos 70 a absorção de recursos financeiros apresentar-se-ia superior à absorção de recursos reais refletindo-se na ampliação do endividamento externo. A dívida externa bruta cresceria de modo contínuo em toda a década de 70, saltando de US\$ 3,3 bilhões por volta de 1967 para US\$ 64,2 bilhões em 1980 (ver Tabela 4). O nível das reservas do país, ampliando-se até 1973 e retomando o seu crescimento após 1975, expressa a influência das relações de natureza financeira no processo de endividamento externo. Os movimentos de contração das reservas a partir de 1978 e de expansão mais acelerada da dívida externa líquida demonstram a presença de um influxo elevado de recursos externos mesmo com a participação crescente das amortizações e do pagamento de juros das obrigações externas e acima dos déficits correntes apresentados.

Tabela 4
DÍVIDA EXTERNA

Saldos em US\$ bilhões

Período	Dívida Externa Bruta A	Reservas Internacionais B	Dívida Externa Líquida C=A+B	Dívida Externa Pública		
				Registrada D	Não Registrada E	Total F=D+E
1971	8,3	1,7	6,6	n.d.	n.d.	n.d.
1972	11,5	4,2	7,3	n.d.	n.d.	n.d.
1973	14,9	6,4	8,4	n.d.	n.d.	n.d.
1974	20,0	5,3	14,8	8,5	0,9	9,5
1975	25,1	4,0	21,1	11,5	1,7	13,1
1976	32,1	6,5	25,6	14,9	2,7	17,6
1977	38,0	7,3	30,7	19,3	2,6	21,9
1978	52,2	11,9	40,3	23,1	3,6	26,7
1979	55,8	9,7	46,1	34,0	2,2	36,3
1980	64,2	6,9	57,3	32,3	5,4	37,7
1981	74,0	7,5	66,5	41,8	6,0	47,8
1982	85,3	4,0	81,3	47,4	8,7	56,1

Fonte: Banco Central.

A evolução do comportamento das contas externas na segunda metade dos anos 70, ressalta a opção adotada no enfrentamento dos desequilíbrios correntes em meados da década e em vista dos grandes projetos implementados pelo II PND, mas demarca, por outro lado, o aprofundamento no padrão de financiamento vigente desde o início da década. Este caracterizar-se-ia pela indução ao endividamento externo gestado através da confluência de determinantes externos e domésticos.⁶²

O primeiro destes determinantes fora a elevada liquidez e disponibilidade de crédito a custos reduzidos no mercado financeiro externo, fenômeno relacionado à expansão do capital financeiro em escala internacional. O segundo encontrava-se no desenvolvimento do sistema de intermediação financeiro doméstico, caracterizado pela atrofia do segmento de crédito de longo prazo.⁶³

A institucionalização de canais de ingresso de capitais de empréstimo, junto a empresas (Lei 4131/62) e junto a instituições financeiras através de repasses (Resolução 63/67), facilitaria o acesso ao crédito externo. Com estes dispositivos e frente à participação dos agentes oficiais no crédito de longo prazo amparados em fundos compulsórios criados pós-reforma, o sistema financeiro doméstico privado transformou-se ao longo dos anos num repassador dos recursos provenientes ou de empréstimos externos ou do Estado, eximindo-se assim de realizar o "funding" de longo prazo.

A indução à captação externa manifestar-se-ia também através de vantagens em custos e riscos relativamente menores da captação destes recursos frente às alternativas domésticas. Além dos custos reduzidos pelas taxas de juros internacionais relativamente baixas para padrões históricos, constituíram-se fatores importantes para determinar o grau de atratividade da captação de recursos através da articulação das regras da política cambial e monetária.

A política de minidesvalorizações, instituída a partir de 1968, garantia o alinhamento do câmbio à inflação interna, contribuindo para sustentar a renda do setor exportador com auxílio de medidas fiscais e creditícias de incentivos às exportações. Do ponto de vista da intermediação doméstica de empréstimos externos, um diferencial entre taxas de juros externas e internas era sustentado, ademais pela expectativa de uma relação favorável entre correção cambial e correção monetária, agindo esta última como um balizador da remuneração inferior em aplicações financeiras domésticas.

Contribuindo para não alterar a articulação de regras cambiais e monetárias constituiria-se desde meados da década uma "política de administração do endividamento externo" baseada no congelamento parcial e temporário dos créditos para conter a entrada de recursos externos. A política externa todavia, não alteraria suas diretrizes frente à captação de recursos externos, limitando-se apenas a retenção temporária no Banco Central de parcela dos recursos captados.⁶⁴ Estas ações teriam, inicialmente, caráter conjuntural e em certa medida apenas regularizador dos

⁶² Cruz (1984, p. 12).

⁶³ Cruz (1984, pp. 147-162).

⁶⁴ Refiro-me aos instrumentos criados pelo Banco Central para conter a entrada de recursos externos que assumiram mais a natureza de um instrumento regularizador dos fluxos de entrada do que um caráter inibidor (Carvalho, p. 30-40 e Davidoff, p. 29-36(tese)). É interessante observar que a Circular 180 de 29/5/72 já obrigava então a aplicação dos recursos não repassados pelas instituições financeiras em Letras do Tesouro Nacional, medida esta que abrangia não apenas novos empréstimos. Anteriormente a Resolução 236 de 19/10/72 instituíra pela primeira vez um recolhimento compulsório sobre os recursos externos contratados, posteriormente suspensa pela Resolução 259 de 12/6/73. A retenção compulsória de empréstimos externos junto ao Banco Central retornaria em 31/8/73 pela Resolução 265 ao nível de 40% nos novos empréstimos contratados, novamente suspensa em fevereiro de 1974.

A Circular 180 não perdera em todas essas mudanças seu caráter de opção para recursos não repassados. Apenas com a Circular 230 de 29/8/1974 é que abriria-se a possibilidade efetiva de que, alternativamente a aplicação em títulos públicos, os recursos não emprestados fossem remunerados pelos encargos financeiros externos correspondentes enquanto depositados no Banco Central. Observe-se que neste período deparava-se com uma crise financeira que, entre outras consequências, trazia dificuldades para o refinanciamento das posições em títulos públicos no mercado financeiro

fluxos externos, traduzindo-se na sucessão muitas vezes contraditórias de medidas procurando adaptar instrumentos domésticos de política econômica. Posteriormente, a instituição de depósitos em moeda estrangeira nas Autoridades Monetárias assumiria um papel peculiar na captação externa.

A indução à captação de recursos externos na segunda metade da década de 70 significou para o instrumento de dívida pública, de um lado, a utilização mais intensa do instrumento de "open-market" quanto à sua influência na formação de taxas de juros do mercado financeiro e, de outro, a sobreposição de instrumentos paralelos de absorção do impacto monetário ocasionado pelas contas cambiais. Cabe precisar aqui a relativa autonomia que iria assumindo a política de dívida pública frente ao impacto monetário da captação de recursos externos.

Os efeitos da entrada de recursos externos para o endividamento público interno, com os títulos públicos sendo utilizados como instrumento de contração monetária, manifestam-se pelo impacto monetário das operações externas para a(s) autoridade(s) monetária(s). Um método para aferir o impacto monetário dos fluxos de recursos externos decorreria da diferença entre as variações da dívida externa diretamente contratada pelo Governo Central (Autoridades Monetárias e Governo Federal), mais o passivo em moeda estrangeira legalmente depositada pelos agentes econômicos internos junto às Autoridades Monetárias, e as variações das reservas internacionais acumuladas no Banco Central. Os registros mais apropriados do endividamento das entidades do Governo Central, entretanto, só são disponíveis a partir de 1982 pela aferição do critério de "Dívida Líquida do Setor Público".

Um indicador disponível para avaliação do impacto monetário das contas externas para o Governo Central nos anos 70 é o decorrente dos valores registrados no Balancete Consolidado das Autoridades Monetárias. A variação das reservas, excluindo-se as operações diretamente realizadas pela(s) autoridade(s) monetária(s) com o exterior, já que estas a princípio não afetam a circulação interna, refletem basicamente os saldos comerciais, a entrada ou saída líquida de capitais e os pagamentos de encargos dos demais agentes econômicos ao exterior (ver Tabela 5).

Tabela 5
CONTAS EXTERNAS DAS AUTORIDADES MONETÁRIAS

ANO	Saldos em US\$ milhões					
	Obrigações em Moeda Estrangeira A	Outras Contas Cambiais B	Depósitos em Moeda Estrangeira C	Recursos Externos D=A+B+C	Reservas Internacionais E	Passivo Externo Líquido F
1971	175	477	53	706	1223	-517
1972	284	564	64	912	3223	-2311
1973	544	639	53	1236	5705	-4469
1974	565	581	33	1179	3818	-2639
1975	523	576	67	1165	2894	-1728
1976	885	507	82	1474	5476	-4002
1977	1328	572	3119	5018	6231	-1212
1978	1593	901	7118	9611	10465	-854
1979	3019	791	8306	12116	8690	3427
1980	5425	1161	9288	15874	6726	9148

Fonte Boletins do Banco Central (Balancetes Consolidados das Autoridades Monetárias)

Obs Convertido pela taxa cambial de compra em final de período.

Da ótica das Autoridade Monetárias, mesmo com algum desembolso de reservas internacionais em meados da década de 70 para contrabalançar desequilíbrios em transações

doméstico. Estas medidas apontam para interrelações inerentes à manutenção de estímulo à captação de recursos externos com a gestão da dívida mobiliária junto ao mercado financeiro.

correntes, apresenta-se ainda forte acumulação de divisas, manifestando então o impacto monetário expansionista do endividamento externo em razão da entrada líquida de recursos.⁶⁵

A queda das reservas em 1974 e 1975, em decorrência dos desequilíbrios em transações correntes, favoreceria a menor utilização do efeito neutralizador requerido para o endividamento interno. Já a partir de 1976 a evolução da captação de recursos externos é progressivamente neutralizada através da maior absorção "direta" pelo Banco Central do impacto monetário externo com a ajuda dos mecanismos dos depósitos registrados em moeda estrangeira.

O aumento do endividamento externo do setor público demarca, particularmente, a segunda metade dos anos 70, decorrendo da maior participação das empresas estatais na tomada de recursos externos para o financiamento dos projetos implementados pelo II PND e da retração dos investimentos do setor produtivo privado.⁶⁶ O processo de "estatização" da dívida externa teria então um dos impulsos através da captação de recursos pelo setor produtivo estatal, alcançado só mais tarde as administrações públicas pela captação direta de recursos ou indiretamente pela assunção de dívida no Banco Central.

Já nesse período, todavia, a afluência de recursos para a economia em responsabilidade de tomadores públicos, ou ainda privados, dá ensejo à assunção paulatina da dívida externa pelo Governo Central. Da ótica das Autoridades Monetárias assiste-se ao crescimento da captação interna dos DRME, que constituir-se-iam no primeiro mecanismo indireto de assunção do endividamento externo. Com isto, observa-se (Tabela 5) a redução e inversão do impacto monetário decorrente do aumento dos estoques de dívida externa, que potencialmente viria a ser neutralizado pelo instrumento de mercado aberto. É nesse sentido, portanto, que podemos atribuir uma "autonomia" particular aos determinantes da condução da política de dívida mobiliária frente ao impacto direto do endividamento externo neste período.⁶⁷

A referida "autonomia" é marcada, entretanto, pela condução de uma política monetária contracionista tendo como referência o enfoque monetário de ajuste do balanço de pagamentos na condução da política econômica que prevalece com vigor a partir de 1976. A liberação das taxas de juros e a utilização de instrumentos de política monetária no sentido da contração do crédito bancário, inscrevia-se como objetivo de política econômica na contenção da demanda global para a estabilização de preços e como estímulo implícito ao ajuste externo. A lógica dessas medidas dirigia-se aparentemente a reduzir os efeitos dos desequilíbrios externos em conta corrente tomado como o componente mais importante dos desajustes externos. Todavia a reaceleração do financiamento externo passara a ser interpretada como bem-vinda, sendo um indicador da adequação das medidas tomadas.

65 Conforme é observado pelo exercício realizado por Bontempo considerando o impacto dos saldos do endividamento externo no governo Federal e no Banco Central. Cabe notar que a opção por uma política monetária restritiva pressupunha de outro lado a continuidade de uma política de estímulo a captação de recursos externos. Nesse sentido as próprias medidas de regulação da entrada de recursos externos inscreviam-se mais na preocupação com o impacto monetário do que em um caráter inibidor à captação externa.

66 Cruz (1984, pp. 124-143).

67 Caracterizando o período que vai de 1974 a 1980, Bontempo ressalta o caráter contracionista do período, todavia o impacto mais significativa nessa direção ocorre nos dois últimos anos. Ainda assim, a colocação é por si importante na medida em que ela chama a atenção para dois aspectos. Primeiro, a própria inversão de tendência em relação aos anos do "Milagre" com a progressiva afluência de um maior volume de recursos externos para a responsabilidade direta das Autoridades Monetárias, o que identifica a desvinculação do papel do endividamento mobiliário da absorção do impacto monetário. Inclusive permitindo observar o processo de inversão já nos anos de 1976 a 1978. O segundo aspecto é que, considerando que o critério de aferição leva em conta variações do estoque de dívida externa da ótica de responsabilidade do Governo Central, o que se encontra em causa não é precisamente a contrapartida interna do endividamento externo na dívida mobiliária, mas os efeitos que aquela pode gerar ao comportamento desta. Isto é, a dívida mobiliária poderia ainda ter o efeito de realocar recursos de um captador de fontes externas de recursos a outras aplicações com o ingresso contínuo de recursos externos a economia. Mas além desta função ela não pode mais ser tomada como absorvedora líquida do impacto monetário e uma contrapartida da formação de reservas internacionais.

2.1.2 - Disfunções junto à intermediação financeira

O sistema brasileiro de intermediação financeira desenvolveu-se sob características específicas e distintas daquelas idealizadas pelas reformas da década de 60. No capítulo anterior já tivemos oportunidade de apontar o desvirtuamento no projeto de reforma do sistema financeiro no que se refere ao desenvolvimento do segmento de crédito de longo prazo. Cabe aqui, com o auxílio de análises voltadas para o desenvolvimento do sistema brasileiro de intermediação financeira, apontar algumas características de sua evolução, relacionando-as à participação do instrumento de dívida pública mobiliária. As especificidades do desenvolvimento do sistema financeiro nacional no processo de acumulação foram salientadas por Maria da Conceição Tavares, aprofundando estudo anterior da CEPAL, funções e características institucionais dos sistemas financeiros latino-americanos.⁶⁸

O sistema financeiro nacional avançou em duas das funções constitutivas de um sistema de intermediação das economias capitalistas modernas: desenvolveu e ampliou as relações de débito e crédito entre agentes econômicos (estimulando a criação do crédito) e promoveu a diversificação e a acumulação de ativos financeiros para intermediar em escala ampliada a transferência de capitais de empréstimo. O sistema que emergiu das reformas da década de 60, entretanto, demonstrou sua incapacidade em erguer um segmento articulado à sustentação de investimentos de maior prazo de maturação através da mobilização de grandes aportes de capital, em razão de ausência de articulação interna dos interesses do capital financeiro e industrial.

O Estado através da criação de instrumentos compulsórios de captação (FGTS, PIS e PASEP) e de suas instituições de fomento encarregou-se da função de aglutinar e gestar grandes massas de recursos financeiros ("funding") destinados ao suporte dos projetos de longa maturação. Os agentes públicos aí envolvidos, todavia, cumpriram um papel passivo nessa função ao constituírem-se os canais de repasse de fundos entre as instituições públicas e privadas do sistema de intermediação financeira. Isto é, os recursos financeiros concentrados pelos principais fundos compulsórios criados após as reformas financeiras da década de 60 passaram a ser geridos no interior do processo de intermediação financeira sem que isto representasse um papel ativo e direto do Estado através do controle ou o direcionamento de blocos de capital no setor produtivo.

A intermediação financeira permitiria também a centralização de excedentes financeiros sem aplicação rentável no setor produtivo, função que corresponde à valorização do capital num circuito próprio de suas transações financeiras. Como aponta Tavares, esta constitui uma função intrínseca de valorização financeira característica dos sistemas de intermediação e que se alimenta de seu próprio circuito de transações, ainda que seja capaz de oferecer permanente tensão com as tendências da rentabilidade do capital produtivo.

A presença dos títulos públicos junto ao sistema financeiro constituído por essas características pode ser observada inicialmente pela sua participação relativa entre os ativos financeiros. O aumento pronunciado observado no início da década para o conjunto dos ativos financeiros não-monetários correspondeu, em grande parte, à plasticidade do sistema em dar suporte ao crescimento econômico sustentado no setor de bens de consumo duráveis, paralelamente a expansão do segmento de intermediação atrelado ao crescimento da construção civil. A queda na participação dos ativos monetários em vista da expansão dos instrumentos financeiros pronuncia-se no decorrer da década, tendo como estímulo esse impulso inicial da diversificação dos haveres não-monetários.

⁶⁸ Tavares (1983, pp. 108-109).

Tabela 6
HAVERES FINANCEIROS
SALDOS MÉDIOS

Em % do PIB

	Haveres Monetários	Títulos Federais Em Poder do Público	Títulos Estaduais Municipais	Depósitos de Poupança		Títulos Privados	
PERÍODO	M1			M2		M3	M4
1970	15,7	4,4	0,6	20,6	0,7	21,3	6,0 27,4
1971	15,3	4,5	0,5	20,3	1,1	21,5	7,7 29,2
1972	14,9	5,4	0,5	20,8	1,7	22,4	10,1 32,5
1973	14,8	5,9	0,5	21,3	2,1	23,4	11,0 34,4
1974	14,1	5,3	0,5	19,9	2,8	22,6	10,2 32,9
1975	13,3	6,2	0,8	20,3	4,1	24,4	9,6 34,0
1976	12,2	7,2	1,0	20,4	5,0	25,4	8,4 33,8
1977	11,0	7,1	1,1	19,2	5,9	25,2	7,3 32,5
1978	10,6	7,4	1,0	19,0	6,3	25,4	8,1 33,4
1979	9,8	6,4	1,0	17,2	6,7	24,0	7,9 31,8
1980	8,3	4,2	0,9	13,4	6,3	19,7	6,5 26,2
participação no total em %							
1970	57,3	15,9	2,2	75,4	2,5	77,9	22,1 100,0
1971	52,6	15,3	1,8	69,7	3,9	73,6	26,4 100,0
1972	45,9	16,5	1,4	63,8	5,1	68,9	31,1 100,0
1973	43,1	17,3	1,5	61,9	6,2	68,1	31,9 100,0
1974	42,9	16,0	1,7	60,5	8,4	68,9	31,1 100,0
1975	39,2	18,3	2,3	59,8	12,0	71,7	28,3 100,0
1976	36,1	21,2	3,1	60,3	14,9	75,2	24,8 100,0
1977	34,0	21,8	3,4	59,2	18,3	77,4	22,6 100,0
1978	31,8	22,0	3,1	57,0	18,9	75,9	24,1 100,0
1979	30,7	20,2	3,2	54,1	21,2	75,3	24,7 100,0
1980	31,6	16,0	3,6	51,2	24,1	75,2	24,8 100,0

Fonte: Banco Central.

Já no início da década a participação dos títulos públicos apresentava proporção relevante na estrutura de haveres financeiros, mas impulsionada pela absorção do impacto monetário dos recursos externos se manteria em elevação até 1973, voltando a crescer a sua participação a partir de 1975. Nesse sentido, é necessário observar algumas características que marcam a inserção dos ativos públicos na estrutura do sistema de intermediação financeira nacional.

A característica marcante dos títulos públicos seria a elevada negociabilidade adquirida entre os instrumentos criados pelo sistema. Os acordos de recompra tornaram-se a alavanca determinante para a negociação dos títulos públicos. Sua utilização disseminou-se junto ao sistema financeiro como um expediente tanto de operações diretas com os intermediários financeiros conduzidas pelo Banco Central para objetivos de política monetária (através das "operações de mercado aberto" propriamente ditas, realizadas pela autoridade monetária para o enxugamento de liquidez,⁶⁹ como um mecanismo para troca de posições financeiras entre agentes

⁶⁹ Ainda hoje, alguma confusão se apresenta em torno das diferentes tipos de operação que se estabelecem entre os títulos públicos entre Tesouro, Banco Central e o mercado. As operações tradicionais de mercado aberto (denominadas também eventualmente de operações secundárias), realizam-se a partir de uma carteira própria de títulos do Banco Central. As operações de dívida pública strictu sensu (isto é, a colocação primária de um título emitido pelo Tesouro e o recolhimento dos títulos em seu vencimento) também têm impacto monetário pela condição do Banco Central de agente financeiro do Tesouro: o impacto é direto quando as colocações são realizadas junto ao público, ou indireto quando absorvidos pela carteira do Banco Central e neste caso dependente do trânsito dos recursos e dos títulos e da ocasião em que as transações ocorrem. Uma das peculiaridades do instrumento de dívida pública brasileiro é que a fronteira entre ambas as operações desfez-se com a ausência de transparência orçamentária dos recursos auferidos e das fontes de recursos para as despesas realizadas no giro da dívida pública.

do sistema e para o financiamento de suas carteiras através da captação de recursos em disponibilidade junto aos demais agentes econômicos.

Sem uma regulamentação institucional definida até março de 1976, os acordos de recompra como compromisso apenas informal em revender ou readquirir títulos para instituições chave do sistema (Banco Central e "dealers"), constituíram-se em prática generalizada entre intermediários financeiros que propiciaria o descasamento de prazos entre os vencimentos originais da emissão e a sua permanência em mãos de tomadores finais dos títulos.

O estímulo para que se constituísse um ativo mercado secundário para os títulos de dívida pública, como apontamos no primeiro capítulo, é certamente o fator determinante da ausência de uma regulamentação explícita para operações de recompra realizadas sem a intervenção direta do Banco Central.⁷⁰ A segmentação formal das instituições financeiras em bancos, corretoras, financeiras e outras, e a política de incentivo à conglomeração financeira praticada no início dos anos 70 é, possivelmente, outro fator que concorreria para a disseminação dessas operações.

A recorrência à utilização do instrumento de dívida pública por determinações de natureza cambial, monetária ou fiscal contribuiriam evidentemente também na disseminação do referido dispositivo. Mas cabe ainda observar a articulação desse mecanismo junto às características do sistema de intermediação que condicionariam a prática dos "acordos de recompra" como uma natureza saliente do mercado de dívida pública brasileiro.

A intermediação financeira após as reformas da década de 60 seria marcada pela coexistência de três unidades de conta para a diversidade de contratos firmados pelo sistema: a do cruzeiro, a da correção monetária e a da correção cambial. As alternativas representadas pelas três unidades de conta junto aos agentes financeiros e demais agentes econômicos potencializaria desajustes no interior do sistema entre fontes de captação e de aplicação de recursos.⁷¹ Conferiria, além disso, para a política econômica um elemento de grande complexidade na orientação das políticas monetária-financeira e cambial.

Adroaldo Moura da Silva (1981) enfatizou os desajustes potenciais do sistema na alocação de recursos com a presença do Estado como o garantidor de uma "remuneração real" (através da correção monetária) de parcela significativa da captação de poupança financeira, particularmente na segunda metade da década de 70. De outro lado, a montagem de um sistema de crédito seletivo, a institucionalização de repasses de recursos de fundos geridos em segmentos oficiais de crédito⁷² ao sistema financeiro privado constituiria um complexo de operações no sistema financeiro. A concentração de recursos captados com base na "remuneração real", garantida pelos segmentos públicos do sistema, teria também sua contrapartida na forte concentração da captação de recursos em termos nominais no segmento privado do sistema financeiro e no repasse de crédito de fontes oficiais, além da intermediação de financiamentos externos.

A estrutura do sistema estaria propensa a desajustes frequentes, fragilizando-se particularmente com as flutuações das taxas de inflação. A partir da aceleração da inflação no período pós-1974, o desequilíbrio entre as condições de remuneração dos contratos de correção

70 De um ponto de vista formal, as intervenções do Banco Central como vendedor e comprador de títulos nas operações tradicionais de mercado aberto não necessariamente confundem-se com a negociação dos títulos em mercado. Apenas na medida em que um giro pronunciado dos títulos em mercado obriguem a autoridade monetária a intervenções recorrentes no mercado é que materializa-se uma participação direta da autoridade monetária nos acordos de recompra ao dar sustentação às condições de liquidez.

71 Silva (1981, pp. 59-74).

72 Os segmentos referidos são os de recursos captados (Depósitos no Banco do Brasil e captação de emissões de dívida pública) e administrados no rol de operações de fomento levadas a cabo pelas Autoridades Monetárias, recursos e repasses do sistema financeiro habitacional e o sistema BNDE administrador então do PIS-PASEP. A partir desses segmentos aqui caracterizados uma variedade de canais de transferências de fundos registravam-se no interior do sistema de intermediação financeira.

monetária com os contratos nominais se exacerbaria dada a rigidez implícita para a ocorrência de desvalorizações de dívidas de contratos sujeitos a correção monetária.

A regra de correção monetária embora pautada historicamente no acompanhamento da inflação interna foi determinada desde sua criação através de portarias ministeriais não tendo de início uma regra explícita de atualização.⁷³ Refletindo acima de tudo as próprias incertezas junto às expectativas de inflação do período, a questão dos índices de preços utilizados para a correção monetária só passaria a assumir o foco das atenções após 1974.⁷⁴

A política de desvalorização cambial, por sua vez, seguiria a regra básica de correção independentemente de uma vinculação direta às flutuações de fluxos de divisas. Durante grande parte dos anos 70, determinadas pelo Banco Central, as desvalorizações cambiais constituíram-se em regra favorecedora à tomada de recursos externos. As desvalorizações do câmbio ocorriam num espaço determinado pelos diferenciais de juros internos e externos, tendendo em geral a acompanhar a inflação interna descontada da inflação norte-americana e criando desta forma um estímulo à captação de empréstimos pela expectativa de valorização cambial implícita à regra.⁷⁵ Além deste aspecto, relacionado a condução da política cambial, seriam concedidas garantias contra riscos assumidos pelos tomadores como por ocasião da criação de depósitos em moeda estrangeira no Banco Central.

O aspecto a ser ressaltado quanto à indexação financeira em geral é que, ao mesmo tempo em que ela concorreria desde a sua criação para regularizar contratos no sistema de intermediação, eliminando em certa medida o risco da desvalorização dos créditos sob a ótica do credor, ela não evitaria totalmente a presença de riscos que se manifestariam em condições adversas da inflação.⁷⁶ Ainda da ótica do credor, permaneceria o risco de que índices fixados oficialmente para correção de valores financeiros não acompanhassem a inflação, levando grandes agentes emprestadores a protegerem-se em contratos de prazos mais curtos. Da ótica do tomador, o risco seria o de que preços ou rendimentos obtidos em suas atividades não acompanhassem aquele que se constituía num índice arbitrado pelo poder público para os seus passivos.

Maria da Conceição Tavares (1978) referindo-se às especificidades do sistema de intermediação financeira nacional enfatizou, particularmente, os desajustes do sistema frente à presença da indexação e a de instrumentos financeiros de elevado grau de liquidez pela negociabilidade dos títulos públicos. Os recursos em trânsito ou em disponibilidade no sistema financeiro, sem carimbo de origem ou destino momentâneo, confluíam para o mercado de títulos públicos pelo exercício da troca de posições financeiras favorecido pelas "cartas de recompra". As implicações apontadas em sua análise sobre as condições de liquidez da economia

73 Cabe precisar: a correção monetária na criação das ORTN seriam determinadas por coeficientes calculados pelo Conselho Nacional de Economia segundo a Lei 4357 que criou o título. Já a partir de 1965, a correção passou a ser determinada pelo Ministério do Planejamento trimestralmente, com defasagem média de dois trimestres, tomando como base o IPA-Oferta Global da FGV sem que no entanto houvesse critério legal explícito para tal vinculação. Em 1969 passou a ser balizado, também informalmente, pelo IPA-Disponibilidade Interna. Mesmo balizados por estes índices e sofrendo redução em relação aos períodos base de apuração, o critério viria a ser modificado em algumas ocasiões, como em 1972 e 1973 quando se incorporou um "resíduo inflacionário" de 12% a.a. adicional ao balizamento pelo IPA-DI. Ver Andima (1993) e Brandão (1985).

74 O que se apresenta como manifestação dos percalços da "indexação financeira" como forma de regularização dos contratos e em viabilizar o sistema de intermediação financeira. Embora reduza o risco do credor em face da desvalorização da moeda, a indexação não evita os riscos de desconfiança também pelo lado do credor de que os índices fixados pelo governo não acompanhem a inflação. Ademais, do lado do devedor, a indexação coloca o risco de que o preço/rendimento não acompanhe o índice arbitrado, gerando o temor em especial de setores mais fragilizados e vulneráveis ao risco para contração de empréstimos de longo prazo. Ver a respeito Belluzzo, Luís Gonzaga de Mello e Almeida, Julio Sérgio Gomes. (1992, pp. 28-29).

75 Uma apresentação das características da política de câmbio para a década de 70 encontra-se em Lemgruber (1980).

76 A discussão desse aspecto relevante para a gestão dos instrumentos de política financeira, em que se inscreve o instrumento de dívida pública, encontra-se em Almeida (1984).

decorrentes da diversidade de unidades de conta, tornariam-se também um aspecto relevante para os desdobramentos que a indexação assumiria nos anos 80. O mercado de dívida pública, ainda que um instrumento de política monetária e fonte de captação de recursos para o setor público, era então já apontado como um mercado monetário de elevada sensibilidade às condições estruturais e conjunturais da economia.

Um arranjo particular dos instrumentos de política monetária montado na arquitetura da política econômica do "Milagre" que atribuía já àquele instrumento um papel de relevo⁷⁷ e do qual não se desvincularia em período posterior, contribuiria para tornar o instrumento de dívida pública atrelado às vicissitudes de um mercado sensível a movimentos especulativos no interior do sistema de intermediação.

As operações de mercado aberto no Brasil evoluíram a partir de sistema criado através das Circulares nº 85 e 116 (de 31.03.67 e 11.09.68) ainda através das ORTN.⁷⁸ As operações baseavam-se numa tabela de recompra fixada pelo Banco Central através da qual estabeleciam-se apenas para bancos comerciais as taxas de juros a que teriam direito os papéis com resgate antecipado. A recompra era efetuada apenas uma vez pelo Banco Central, não havendo portanto compromisso de revenda das obrigações às mesmas instituições quando superadas suas dificuldades de caixa.

A introdução das LTN levou à revogação dessas medidas pela Resolução nº 150 de 22.07.70. Esta ampliava a abrangência das entidades financeiras para instituições autorizadas a operar no sistema financeiro além dos bancos comerciais. Embora não constasse da referida norma, ela representaria também um marco na evolução da atuação do Banco Central, que a partir desse momento avançaria no sentido de controle da liquidez do sistema com a possibilidade da recolocação dos títulos recomprados.

A "garantia" de recompra implícita a partir da atuação do Banco Central para o controle de liquidez do sistema em geral e das reservas bancárias em particular, iria consolidar-se paralelamente a maior liberdade para negociações de títulos com os "acordos de recompra" entre os agentes do sistema, para a troca de reservas entre os bancos e para obtenção de financiamento para as carteiras próprias de instituições financeiras.

Outro dispositivo introduzido nas operações de mercado aberto ocorreria em 1972 com a instituição dos denominados "leilões de taxa".⁷⁹ Até março de 1972 o Banco Central determinava as taxas referentes aos títulos (LTN) colocados em mercado, oferecendo-as para instituições tomadoras. Entre março e junho daquele ano foram instituídos os leilões de oferta de uma quantidade predefinida de títulos, cabendo às instituições propostas de preços que formariam as taxas a serem referendadas ou não pelo Banco Central. Nesse mecanismo desenvolveria-se também a formação de um conjunto dos "dealers", isto é, de instituições financeiras que segundo critérios do Banco Central são autorizadas a operar diretamente nos leilões e cuja característica é servir de apoio à ação da autoridade monetária, assegurando negociabilidade aos títulos.

A Resolução 366 de 09.04.76, após um longo período de ausência de uma regulamentação direta, procurou disciplinar as operações de recompra realizadas através do mercado financeiro. Por trás da implementação da medida encontrava-se a preocupação com a difusão dos mecanismos de recompra em diversas operações praticadas no sistema financeiro, inclusive algumas sem lastro em ativos financeiros.⁸⁰ A medida não reduziria efetivamente o espaço existente para a negociação em títulos públicos no mercado, talvez até o tenha ampliado na

77 Lago (1989) salienta em um trabalho de revisão dos instrumentos de política econômica do período 67-73 que os outros instrumentos tradicionais de política monetária, o redesconto e o compulsório, tornaram-se particularmente instrumentos seletivos de controle do crédito. Esses instrumentos junto a um sistema de controle direto das taxas de juros e incentivos constituíram uma característica básica da política monetária no período.

78 Conforme relato de João Ary de Lima Barros transcrito em Fendt (1977), pp. 16-17.

79 Ver Ferreira (1974), pp. 31-34.

medida em que procurou restringir operações com lastro em outros papéis. Ela enquadraria, todavia, um conjunto de instituições a exigências de capital mínimo para operar com tais operações, isto é, buscava mecanismos de controle sobre o grau de alavancagem que as instituições poderiam ter com o financiamento de suas carteiras de títulos. Observe-se, ainda sim, que não implicava em mecanismos que alterassem significativamente a sustentação do mercado de dívida pública em operações secundárias, isto é, que obrigassem uma maior presença de tomadores finais na demanda por títulos públicos.

2.1.3 - As finanças públicas

As relações entre financiamento público e instrumento de dívida mobiliária oferecem talvez o componente menos explícito e, ao mesmo tempo, um dos mais inquietantes na apreciação dos condicionantes da expansão da dívida pública. A ausência de uma contabilidade pública transparente ao longo dos anos 70 compromete significativamente a análise da influência desse determinante.

As informações extraídas das contas nacionais para a "conta governo" permite apontar alguns aspectos sobre o comportamento das finanças públicas ao longo dos anos 70. A carga tributária bruta, após a reforma realizada em meados dos anos 60, eleva-se de cerca de 18% do PIB em 1963 para 26,0% em 1970.⁸¹ As alterações introduzidas no sistema tributário, reforçadas pela criação de contribuições parafiscais (FGTS, PIS/PASEP, Salário-Educação etc.) na primeira metade dos anos 70 contribuiu decisivamente para a recuperação das fontes tradicionais de financiamento nas administrações de governo. Complementada, ademais, pela reforma administrativa e a recomposição da capacidade de autofinanciamento das empresas públicas, o setor público brasileiro adquiriu uma estrutura de financiamento de natureza pró-cíclica demonstrando organicidade com o crescimento expressivo apresentado pela economia brasileira.

Ao longo dos anos 70 a carga tributária manter-se-ia em patamar pouco acima de 25% do PIB, reduzindo-se abaixo desse patamar a partir de 1979. No período de crescimento acelerado da economia, até 1973, a elevação da arrecadação apoiara-se em grande medida na maior participação dos impostos indiretos, embora contasse também com a maior abrangência do Imposto de Renda e a ampliação das contribuições previdenciárias. A redefinição de metas para o sistema produtivo almejado pelo II PND e as tentativas de estabilização do período 1975-76 imporia, todavia, inflexões para a política fiscal, tendo uma de suas manifestações no campo tributário com o aumento da participação dos impostos diretos como compensação a retração dos tributos indiretos.

80 Como reconheceria-se até mesmo em exposições sobre o ambiente do mercado financeiro para as condições de colocação de títulos públicos em Relatório do Banco Central (1985, p. 175).

81 As informações sobre a evolução da carga tributária na década de 60 encontram-se em Paula (1989).

Tabela 7
CONTA-CORRENTE E FORMAÇÃO DE CAPITAL FIXO DO GOVERNO CONSOLIDADO

Em % do PIB

Anos	RECEITA TRIBUTÁRIA (A)	OUTRAS RECEITAS CORRENTES LÍQUIDAS (B)	TRANSFERÊNCIAS PARA CONSUMIDORES			RECEITA LÍQUIDA DE TRANSFERÊNCIAS (F=A+B-C-D-E)
			ASSISTÊNCIA E PREVIDÊNCIA (C)	ENCARGOS DA DÍVIDA INTERNA (D)	SUBSÍDIOS (E)	
1970	26,0	1,1	8,2	0,7	0,8	17,4
1971	25,3	0,8	7,1	0,4	0,8	17,8
1972	26,0	-0,2	7,3	0,5	0,7	17,3
1973	25,0	-0,2	6,7	0,5	1,2	16,6
1974	25,1	-2,1	6,1	0,4	2,2	14,3
1975	25,2	-0,7	6,7	0,4	2,7	14,7
1976	25,1	-0,2	7,2	0,5	1,6	15,7
1977	25,5	-1,6	7,2	0,5	1,5	14,8
1978	25,7	-1,5	8,1	0,5	1,9	13,7
1979	24,7	-0,6	7,8	0,6	1,9	13,8
1980	24,6	-1,0	7,7	0,8	3,7	11,4

ANOS	CONSUMO		POUPANÇA CORRENTE (I=F-G-H)	FORMAÇÃO BRUTA CAPITAL FIXO (J)	SALDO (K=I-J)
	PESSOAL E ENCARGOS (G)	BENS E SERVIÇOS (H)			
1970	8,3	3,0	6,1	4,4	1,7
1971	8,3	2,8	6,7	4,3	2,4
1972	8,0	2,8	6,6	3,9	2,7
1973	7,0	2,9	6,7	3,7	3,0
1974	6,5	2,8	4,9	3,9	1,1
1975	7,1	3,0	4,5	3,9	0,5
1976	7,2	3,3	5,2	4,0	1,2
1977	6,6	2,9	5,4	3,3	2,1
1978	6,9	2,8	4,0	3,1	0,9
1979	7,0	2,9	3,9	2,5	1,4
1980	6,3	2,9	2,3	2,4	-0,1

Fontes: Contas Nacionais/Conta Governo - FGV/IBRE/CEF (até 1987) e FIBGE/DECNA (1987/1988); PIB-FIBGE (1993).

Nota: Compreende contas dos governos central, estaduais e municipais. Abrange administração central e descentralizada, inclusive sistema de previdência social e fundos patrimoniais dos trabalhadores (FGTS, PIS/PASEP), exclusive Banco Central e empresas.

Receita Tributária = receita de tributos pelo regime de competência (arrecadação bancária).

Outras Receitas Correntes Líquidas = outras receitas correntes brutas (inclusive receitas de transferências de capital e outras receitas de capital) menos despesas com transferências intragovernamentais, ao setor privado e ao exterior (inclusive encargos da dívida externa).

transferências para assistência e previdência = inclui despesas com pessoal inativo (servidores aposentados) e, no governo central, com aposentadorias e pensões da previdência social.

Encargos da Dívida Interna = despesas com juros, comissões, âgios e outros encargos, inclusive com títulos públicos em carteira do banco central exclusive correção monetária do principal e acréscimo cambial, computadas como encargos nas Contas Nacionais (estimativas em 1987-88).

A carga tributária líquida, todavia, é o indicador que melhor expressaria as alterações ocorridas da ótica da política fiscal da segunda metade dos anos 70. Tendo atingido um patamar de 17,8% do PIB em 1971, a carga tributária líquida apresentou recuo ao longo da década, alcançando o ano de 1980 com 11,4 % do PIB.

As transferências elevaram-se a partir de 1974, recuando entre 1976 e 1977 e retomando um patamar mais elevado nos últimos anos da década. A elevação manifesta-se principalmente com o aumento dos subsídios fiscais concedidos entre 1974 e 1975, sugerindo a ampliação de políticas voltadas para a sustentação de diferentes setores que, quer pela desaceleração das taxas de crescimento, quer por sua inserção relativa junto à estratégia delineada pelo II PND, passaram a refletir maior vulnerabilidade às novas condições econômicas.

Junto aos subsídios fiscais contabilizados nas contas nacionais,⁸² diversas medidas fiscais e creditícias marcam o período iniciado em 1974, representado incentivos tributários ou a concessão de crédito subsidiado. As linhas de financiamento seletivas trariam a concessão de subsídios creditícios, não contabilizados inteiramente no critério de contas nacionais, e representaria um comprometimento de receitas futuras.⁸³

As magnitudes desses subsídios tornaram-se objeto de difícil aferição. A sistemática que possibilitava alimentação de recursos para operações de crédito, particularmente em Fundos e Programas administrados pelo Banco Central, manifesta em parte a origem das dificuldades encontradas em todos os levantamentos realizados a posteriori. Suas principais fontes de recursos eram a captação externa, transferências do Tesouro e o retorno das operações sujeitas a desvalorizações pelo subsídio implícito às operações. A alocação de recursos como contrapartida aos recursos captados no exterior ou à insuficiência dos retornos para a sustentação dos programas deu origem a "Adiantamentos do Banco Central para Fundos e Programas". Gastos tipicamente fiscais como subsídio ao Trigo, Política de Garantia de Preços Mínimos e outras passaram ainda a incorporar-se à sistemática, originando uma fusão de contas no Orçamento Monetário e agregando-se a elas o próprio serviço da dívida mobiliária.⁸⁴

Além da dificuldade reconhecida na identificação das fontes fiscais nos aportes de recursos a essas operações, a variedade de taxas de juros aplicadas e a quantidade de linhas seletivas existentes tornaram impossível a posteriori apreciações precisas da magnitude de subsídios creditícios concedidos.

Além das características apontadas para os resultados em conta corrente das administrações públicas, é relevante também ter em conta a participação do setor público no esforço de investimento realizado na segunda metade da década de 70. Compensando a contração dos investimentos do setor privado em virtude da desaceleração iniciada em 1974, o setor produtivo estatal, em particular, participaria de forma mais ativa na formação bruta de capital na economia.

A fragilidade financeira do setor público que se evidenciaria posteriormente apresenta já algumas manifestações ao longo da segunda metade dos anos 70. Uma das expressões mais características dessa fragilidade seria a inadequação do padrão de financiamento do setor público em dar suporte a verdadeira política anticíclica que implementara. Um dos aspectos constitutivos dessa inadequação do padrão de financiamento é dado precisamente pela indefinição de fontes suplementares de receitas que dariam sustentação às políticas implementadas na configuração da estratégia de crescimento determinada pelo II PND. Políticas estas que, como salientamos, combinaram a reciclagem de dívida do setor financeiro, a partir das crises manifestas no sistema entre 1974 e 1975, e a sustentação de setores prioritários com linhas de crédito subsidiadas como energia, agricultura e exportação desde 1976, além da consecução dos projetos chaves da estratégia de crescimento.

A introjeção no Orçamento Monetário de mecanismos de compensação contábil de seus desequilíbrios patrimoniais acompanham essa inadequação do padrão de financiamento. Os diferenciais de câmbio e juros embutidos nas remunerações de contas ativas e passivas, no manejo das operações de fomento e de dívida pública, as compensações dos movimentos de

82 Observações sobre a definição dos subsídios fiscais contabilizados pelo critério de contas nacionais encontra-se em Bontempo (1988). Cabe aqui precisar que para fins desta exposição entende-se como subsídios fiscais recursos destinados diretamente ao subvencionamento de preços tal como apurados pelo referido critério e que compreendem em larga medida transferências de recursos correntes do governo aos demais setores da economia, isto é, não constituídos em empréstimos. Isenções e incentivos fiscais aparecem como receita tributária a menos, sendo incluídas portanto como dedução na aferição da carga tributária.

83 A definição de subsídio creditício é imprecisa e representa um ponto de extensa discussão na literatura econômica. É relevante entretanto a observação de que entende-se aqui como tais, recursos destinados a cobrir custos implícitos a reconstituição dos fundos que se constituem em fontes de empréstimos.

84 Ver a respeito Teixeira (1990), p. 18-20.

caixa da administração descentralizada, todos esses fatores juntos estourariam na cobertura sempre imprecisa de um "spread negativo" pelas colocações de títulos públicos.

2.2 - Características da evolução da Dívida Mobiliária

2.2.1 - Observações sobre indicadores da evolução do estoque da dívida mobiliária

Considerando-se os títulos em poder do público, o saldo médio da dívida pública mobiliária federal em relação ao PIB cresceu de 4,4% em 1970 para 7,4% em 1978.⁸⁵ Exceto os anos de 1974 e de 1977, todo o período apresenta crescimento no estoque médio da dívida em poder do público nessa relação. Os anos de 1979 e 1980 apresentariam contração, recolocando o estoque médio fora do Banco Central em relação ao PIB em nível praticamente idêntico ao do início da década.

Tabela 8
DÍVIDA MOBILIÁRIA INTERNA FEDERAL
SALDOS MÉDIOS

Em % do PIB

PERÍODO	EM PODER DO PÚBLICO	CARTEIRA DO BANCO CENTRAL	TOTAL
1970	4,4	0,1	4,4
1971	4,5	0,2	4,7
1972	5,4	0,4	5,8
1973	5,9	0,7	6,7
1974	5,3	0,5	5,8
1975	6,2	0,7	6,9
1976	7,2	0,6	7,8
1977	7,1	0,9	8,0
1978	7,4	0,9	8,2
1979	6,4	0,8	7,2
1980	4,2	0,9	5,1

Fonte: Banco Central.

Nota: Calculados pela média aritmética das posições mensais em final de período.

O total emitido, incluindo os títulos para carteira do Banco Central, apresenta também elevação frente ao PIB entre 1970 e 1978, com quedas nos anos de 1974 e 1977. A participação dos títulos em carteira do Banco Central aumenta ligeiramente ao longo do período, propiciando elevação pouco mais acentuada no total de títulos emitidos. Os títulos em poder do Banco Central, cabe observar, podem oferecer dupla interpretação para a evolução do estoque de dívida pública: de um lado, ao refletir movimentos de compra e venda de títulos junto a carteira dos agentes econômicos, de outro, podendo representar emissões por conta de adiantamentos de recursos ao Tesouro ou eventuais ajustes para a carteira das autoridades monetárias.

⁸⁵ A observação dos saldos de dívida mobiliária pelos estoques médios (obtidos aqui pela média dos saldos mensais de final de período) tem dois objetivos. Primeiro, encontrar uma expressão mais adequada para o desvio da expressão em valores nominais dos saldos da dívida no final de período em relação ao nível médio de preços subjacente a aferição do PIB no período, particularmente em decorrência da indexação dos títulos. Segundo, evitar parcialmente o efeito da influência dos movimentos de colocações e resgates que podem refletir-se concentradamente em datas específicas, oferecendo uma noção duvidosa da participação alcançada pelos títulos em um determinado período. Este segundo aspecto deve todavia ser reconsiderado na avaliação de fluxos gerados pelo endividamento.

Em vista da qualificação da expressão dos registros da dívida e de sua interpretação posterior, cabe aqui uma breve discussão do papel do endividamento público no movimento cíclico da economia e algumas considerações. O desempenho cíclico da economia é de forma geral um determinante presente para o conjunto de dívidas constituídas pelos agentes econômicos. De 1967 a 1973 o país conheceu um período de elevadas taxas de crescimento caracterizando o auge do ciclo da economia brasileira após as reformas estruturais da década de 60. A partir de 1974, a desaceleração dos investimentos privados contribuiriam para um arrefecimento das taxas de crescimento antes apresentadas. Mas ao longo da década sustentariam-se ainda taxas positivas de crescimento do produto interno, refletindo a maior participação do Estado nos investimentos através da implementação de projetos na área de insumos básicos e dos efeitos da estratégia de diversificação da estrutura industrial do II PND.

A desaceleração no crescimento das vendas junto à necessidade de saldar os compromissos financeiros assumidos na etapa expansiva anterior, obriga as empresas a aumentarem seu endividamento corrente.⁸⁶ A queda do horizonte de oportunidades do investimento produtivo, reforçada pelo impacto da elevação de preços nos mercados internacionais em meados da década, estimulam o aumento nas taxas de inflação na segunda metade dos anos 70. Nesse quadro, a renovação e revalidação de débitos assumidos na etapa expansiva do ciclo tendem a encontrar maior expressão, contribuindo para o aparecimento de movimentos especulativos no setor financeiro.

Em condições de desaceleração das taxas de crescimento, o endividamento público deve ainda expressar a influência exercida pela participação do Estado. Cabe indicar: as implicações dos gastos públicos na demanda e na renda, o efeito da resultante de fluxos de receita e despesa do setor público (e das entidades de governo em particular) nos demais orçamentos e, ainda, o efeito dos ativos financeiros públicos no portfólio dos demais agentes econômicos e do sistema financeiro em particular. Esses fatores refletem movimentos compensatórios da atuação dos gastos públicos na economia, uma tendência à amplificação do papel dos déficits orçamentários e, também, maior participação de títulos de dívida pública na carteira dos demais agentes com conseqüências junto ao sistema de intermediação financeira através da renovação, ampliação e validação de débitos constituídos anteriormente.⁸⁷

Os registros de endividamento público podem expressar, nesse sentido, efeitos de uma ação anticíclica do governo em períodos de desaceleração econômica. A observação desses efeitos pela evolução de registros do endividamento em títulos é entretanto permeada de inúmeras considerações. Há que se ter em conta, em primeiro lugar, a complexidade institucional do setor público brasileiro pela presença do setor produtivo estatal, suas instituições oficiais de crédito, seus fundos de fomento e das articulações que se manifestam entre as entidades tradicionais de governo e estes braços de atuação do Estado.

A dívida pública em títulos constitui nesse sentido apenas uma das faces do endividamento público, mais propriamente aquela que diz respeito aos compromissos assumidos pelas entidades de governo e relacionada particularmente à mobilização de recursos num mercado financeiro doméstico organizado. A utilização da dívida mobiliária como uma fonte de recursos orçamentários de características financeiras e as práticas que ela institui junto à estrutura e o ambiente monetário e financeiro dão a essa modalidade de endividamento a natureza de um instrumento de gestão financeira de diversas implicações. O comportamento dos

86 Ver Zini (1982, p. 119-135) para algumas observações sobre os principais traços da repercussão do ciclo no comportamento do setor financeiro.

87 Essa caracterização dos efeitos da participação do Estado na economia é ressaltada por Minsky (1986) analisando condições observadas para a economia norte-americana em relação atuação governamental. Sua expressão em termos do papel do Estado na economia brasileira deveria ser ampliada pela participação do setor produtivo estatal e pela intermediação de fluxos financeiros externos exercida pelo Banco Central. Cabe aqui apenas apontar estes três grandes linhas de intervenção estatal na economia, em geral reduzidas a expressão dos efeitos na renda ou aos determinantes do déficit orçamentário, desconsiderando o papel representado pela atuação junto a administração do endividamento.

fluxos de receita e despesa do setor público, as condições gerais do crédito e as ações de política monetária e financeira interferem sobremaneira na resultante do endividamento mobiliário.

Em vista da abrangência desses determinantes, a análise procurara centrar-se no apontamento dos seus principais movimentos. A evolução na relação dívida mobiliária/PIB pode ser observada, construindo-se uma periodização através de taxas médias de crescimento e que leve em conta fatores marcantes do desempenho da economia brasileira e determinantes de política econômica que se apresentam mais diretamente em sua gestão.

Tabela 9
DÍVIDA MOBILIÁRIA INTERNA FEDERAL
EVOLUÇÃO SALDOS MÉDIOS

Taxas de variação do estoque médio sobre o PIB

Período	taxa anual		Período	taxa média anual	
	EM PODER DO PÚBLICO	TOTAL		EM PODER DO PÚBLICO	TOTAL
1971	2,6	6,0	1971-73	10,9	14,6
1972	20,1	23,0	1974-78	4,4	4,3
1973	10,6	15,6			
1974	-11,4	-12,9	1974	-11,4	-12,9
1975	18,2	19,5			
1976	14,9	12,4	1975-76	16,6	15,9
1977	-0,9	2,1	1977-78	1,4	2,8
1978	3,8	3,4	1979-80	-24,5	-21,2
1979	-12,8	-12,4			
1980	-34,6	-29,0			

Fonte: Banco Central (Boletins Mensais, vários números).

Metodologia: média aritmética dos saldos mensais no período.

(1) Não considera LTN especiais do DL 2376.

Note-se que o período de expansão acelerada do ciclo econômico nos primeiros anos da década coincide com a ocorrência de taxas de expansão elevadas do estoque médio de dívida mobiliária sobre o produto interno. O endividamento público apresenta aí um condicionante determinante na absorção do impacto monetário do afluxo de recursos externos, com o paralelo desenvolvimento das operações de mercado aberto. Reflete também o período de acentuada expansão e diversificação de operações do sistema de intermediação que emergia das reformas monetária e financeira. A expansão expressiva da dívida mobiliária interna nesse período pode, portanto, ser atribuída a movimentos associados mais diretamente à ampliação de fontes de crédito com a entrada de recursos externos e à evolução e a diferenciação da estrutura do sistema de intermediação financeira, conforme já observado anteriormente.

A partir da desaceleração das taxas de crescimento em 1974 e dos desequilíbrios correntes do balanço de pagamentos em meados da década, o endividamento público em títulos passa a apresentar oscilações mais acentuadas na observação de sua participação relativa ao PIB. As oscilações presentes desde 1974 passam a apresentar maior correspondência com a evolução da política econômica na segunda fase do ciclo refletindo diretamente na utilização do instrumento de dívida mobiliária.

Entre 1974 e 1975, a política de dívida pública é influenciada por dois aspectos mais incisivos: primeiro, um momento de transição com o efeito da inversão das expectativas de crescimento e aceleração inflacionária refletindo-se na dinâmica do sistema financeiro. Segundo, um período de redefinição da política econômica frente aos desequilíbrios externos e ao conflito entre políticas de estabilização e de ajuste estrutural que caracterizam o período. Estes dois anos, em especial, refletem mudanças na postura das autoridades econômicas em relação à utilização

do instrumento de dívida mobiliária que se consolidariam em políticas implementadas em 1976 e com a criação de mecanismos de atenuação do impacto dos fluxos externos.

Entre 1977 e 1978, a despeito de dificuldades de política econômica em administrar suas ações na área monetária e creditícia e em conter movimentos especulativos no sistema financeiro, os registros de participação da dívida mobiliária apresentaram relativa estabilidade. O efeito da absorção do impacto monetário dos recursos externos pela criação dos depósitos registrados em moeda estrangeira é um dos fatores explicativos do menor crescimento do estoque de dívida mobiliária.

Devem ser observados, no entanto, alguns aspectos que caracterizam este último período para a administração da dívida mobiliária. Primeiro, o período é marcado pelo encurtamento do perfil de vencimentos com o aumento da participação das LTN, como títulos de curto prazo, na carteira dos agentes.⁸⁸

Segundo, as autoridades econômicas a partir de 1976 estimulam a segmentação do mercado financeiro através da retirada de controles sobre as taxas de juros para diversas operações do sistema, diretriz que valeria um importante condicionante para elevação das taxas de juros e uma maior participação da mesa do open-market do Banco Central na formação das taxas praticadas em todo o sistema.

Os dois últimos anos da década, 1979 e 1980, indicam também a influência das diretrizes da política econômica. Preocupados com o movimento especulativo do mercado financeiro - e em particular de dívida pública - que dificultavam as ações da política econômica no controle inflacionário, as autoridades buscaram reduzir a importância relativa dessa fonte de captação dos recursos públicos. Desde o início do Governo Figueiredo ficara explícita a ação para reduzir as colocações de títulos públicos.⁸⁹ Com a definição de uma nova estratégia econômica no final de 1979 consuma-se a intenção de redução dos estoques de títulos públicos por um repúdio parcial da dívida constituída. O mecanismo utilizado ocorre através da aplicação da prefixação da correção monetária, impondo forte desvalorização do estoque real.

Em valores constantes, o estoque de dívida mobiliária em posições de final de período aponta para um movimento mais acelerado de crescimento na segunda metade dos anos 70. Deve-se observar que, especialmente em finais de exercício, as posições nos registros do estoque podem refletir movimentos que modificam sua participação relativa frente aos demais períodos do ano. A tendência para o aumento da liquidez, fato característico de final de ano, junto ao cumprimento de metas ou objetivos firmados para as políticas monetária ou fiscal, influenciam mais diretamente o resultado.

⁸⁸ Esse fato além de representar uma deterioração para as condições de rolagem do endividamento, o que é referendado pela elevação no giro diário em mercado dos títulos públicos, pode ter representado também alguma distorção nos registros do endividamento para efeito de comparações. Os saldos das LTN eram registrados pelo valor de face e não pelo valor presente ou valor de competência dos títulos nas datas definidas para a posição do endividamento. A inclusão de uma parcela maior desses títulos frente as ORTN, tanto poderia elevar quanto reduzir o valor do estoque comparativamente aos registros de ORTN que anteriormente predominavam no estoque de títulos públicos. Elevar: por desconsiderar que a apropriação continha os descontos concedidos na colocação; reduzir, eventualmente, por estar refletindo valores para uma determinada data de colocações realizadas em momentos que não encontrariam uniformidade para efeito de comparação.

⁸⁹ Ver, por exemplo, Conjuntura Econômica, agosto, 1979, p. 90/91.

Tabela 10
DÍVIDA MOBILIÁRIA INTERNA FEDERAL
SALDO EM FINAL DE PERÍODO
Valores reais, em número índice: 1980=100

ANOS	EM PODER DO PÚBLICO	TOTAL
1964	1,5	1,1
1965	6,8	5,0
1966	14,6	11,3
1967	20,9	16,0
1968	23,5	18,0
1969	34,0	25,1
1970	48,3	36,2
1971	55,5	46,3
1972	84,6	67,8
1973	101,5	85,3
1974	107,3	79,3
1975	140,6	124,7
1976	173,3	134,0
1977	175,3	151,4
1978	190,9	159,3
1979	134,7	129,4
1980	100,0	100,0

Fonte: Banco Central.

Nota: Valores de final de período deflacionados pelo IGP-DI centrado.

Deve-se observar ainda que há um crescimento expressivo em valores reais da dívida mobiliária para 1975 e 1976, embora continue a elevar-se em ritmo menos acentuado até 1978. O aumento em valores reais da dívida na segunda metade dos anos 70 reflete o aumento nas colocações de títulos após 1974, particularmente, nos dois anos mencionados, mas deixa manifesto também que o giro da dívida pública já se processava em patamares mais elevados.

Tabela 11
DÍVIDA MOBILIÁRIA INTERNA FEDERAL
Prazo médio de vencimento

Período	ORTN	LTN	TOTAL
1965	47m 09d		47m 09d
1970	17m 05d	20d	16m 00d
1975	37m 29d	3m 14d	24m 22d
1976	31m 28d	3m 19d	19m 04d
1977	30m 27d	3m 11d	17m 01d
1978	27m 12d	3m 07d	14m 08d
1979	25m 09d	3m 05d	13m 27d
1980	34m 02d	3m 02d	24m 21d

Fonte: Banco Central/ DEMAB e Secretaria do Tesouro Nacional.

(1) Dados de novembro/89.

Notas: - meses (m) e dias (d).

- refere-se ao total em circulação, exclui LTN especiais.

- Não inclui LBC emitidas entre 1986 e 1987, cujo último resgate ocorrem em setembro de 1988.

O prazo médio de vencimento da dívida mobiliária demonstra a deterioração do perfil da dívida na segunda metade dos anos 70 e que traduziria também a maior participação relativa das LTN no estoque em circulação. Observe-se que nos anos iniciais de sua emissão a dívida atingia vencimentos em média próximos de 4 anos, entrando nos anos 70 com um perfil relativamente

curto em razão de uma maior concentração de vencimentos das ORTN emitidas em meados dos anos 60.

Evidentemente esse perfil não traduz com fidelidade os vencimentos médios que os títulos encontrariam em mercado, considerando-se o giro diário que os títulos assumem na ótica de intervenções da autoridade monetária. O perfil, todavia, traduz uma ótica dos comprometimentos orçamentários, isto é, dos impactos que se manifestariam num orçamento fiscal quando dos vencimentos definitivos dos títulos. Esse aspecto é, ainda hoje, um ponto controverso para as análises da dívida mobiliária, como a necessidade atual de giro diário dos títulos, sustentado pela ação da Autoridade Monetária, impõe a absorção quase que imediata dos custos financeiros, confere-se o tratamento (nestas condições mais adequado) da ótica do seu impacto patrimonial imediato. Fato este que também condiz com o pressuposto das análises de restrição orçamentária e das trajetórias de sustentabilidade da dívida na equação financeira do setor público. A observação do perfil de vencimentos de uma ótica orçamentária todavia pode representar importante fator estratégico na administração do endividamento em condições de uma menor volatilidade dos títulos (maior presença de tomadores finais) e de uma menor presença da Autoridade Monetária na sustentação do valor financeiro dos títulos em mercado.

Tabela 12
DÍVIDA MOBILIÁRIA INTERNA FEDERAL
PRINCIPAIS TOMADORES

Em % do Total

Bancos Comerciais				Bancos Oficiais e SFH(1)	Entidades Públicas Não Financeiras	Outros Investidores Privados	Carteira do Bco. Central	Total Geral
Ano	Como alternativa ao Compulsório	Operações Normais	TOTAL					
ORTN								
1964	...	2	2	27	-	71	-	100
1965	3	2	5	22	-	73	-	100
1966	7	13	21	5	1	69	5	100
1967	16	15	32	20	1	43	4	100
1968	28	6	34	16	0	45	4	100
1969	28	6	34	19	7	37	3	100
1970	29	4	33	19	6	42	0	100
1971	32	3	34	23	3	39	0	100
1972	30	2	32	32	12	23	1	100
1973	36	3	39	32	10	19	1	100
1974	30	3	33	34	6	27	0	100
1975	21	5	26	37	6	28	3	100
1976	19	2	21	30	19	25	4	100
1977	22	2	24	29	11	18	18	100
1978	18	2	20	38	11	23	7	100
1979	14	4	19	41	7	26	7	100
1980	8	20	28	17	1	30	24	100
LTN								
1970	-	12	12	0	...	59	29	100
1971	-	21	21	1	...	31	47	100
1972	-	28	28	5	11	35	21	100
1973	-	23	23	5	9	35	28	100
1974	-	44	44	13	28	12	3	100
1975	2	20	21	6	23	7	42	100
1976	6	27	33	7	19	34	7	100
1977	1	19	21	4	12	51	12	100
1978	1	18	19	7	8	49	18	100
1979	0	17	18	16	6	21	40	100
1980	0	25	26	9	9	22	34	100

Fonte Boletins do Banco Central.

(1) Inclui Banco do Brasil, BNDES, BNH, Caixas Econômicas, Associações de Poupança e Empréstimo e Sociedades de Crédito Imobiliário.

Antes de observar a dimensão dos fluxos financeiros relativos à dívida mobiliária, cabe apontar alguns aspectos da distribuição do estoque de dívida pública na carteira dos agentes econômicos. A estrutura de tomadores dos títulos públicos demonstra distribuição entre três grupos principais de tomadores: o sistema bancário, as entidades públicas e instituições financeiras oficiais e os investidores privados.

O sistema bancário privado teria desde 1967 uma participação elevada como tomador de títulos públicos pela faculdade de compor, principalmente através das ORTN, os depósitos compulsórios junto às Autoridades Monetárias. As LTN seriam utilizadas preferencialmente na composição de reservas bancárias fora do compulsório.⁹⁰ O acompanhamento do movimento desses recursos, livres da exigibilidade do compulsório, teria sempre papel estratégico para o controle de liquidez realizado através do mecanismo de mercado aberto.⁹¹

O sistema financeiro oficial apresenta uma participação relevante decorrente principalmente do BNH e das caixas Econômicas junto ao sistema financeiro habitacional (SFH). Nas instituições ligadas ao SFH, a captação de recursos fortemente relacionada, do ponto de vista de custos na captação, à remuneração pela correção monetária oferecida nas cadernetas de poupança, induzia ao hedge em títulos indexados como as ORTN para a composição de seus ativos. O fato desses instrumentos de hedge terem uma natureza pública, isto é, de serem títulos financeiros com chancela do Estado, não é fator menos relevante: se de um lado representam transferência de recursos de diferentes fontes de captação para o Tesouro ou Autoridades Monetárias, de outro representavam que se assegurasse a preservação dos valores patrimoniais dos ativos do sistema financeiro habitacional.

O agente tomador mais importante entre as instituições oficiais era o Banco Nacional da Habitação (BNH) que administrava os recursos do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS). Sua posição relevante, também entre os tomadores de ORTN, aponta para uma vinculação que se instituiu entre o Tesouro e os grandes fundos públicos de natureza compulsória. Essa relação explicita-se pela referida via de mão dupla: de um lado, a possibilidade de transferências de recursos ao Tesouro e, de outro, uma contribuição para a sustentação da equação financeira dos próprios fundos (inclusive na forma de aportes de capital complementados pela cessão/emissão de títulos públicos). O BNDES, no mesmo sentido, embora com participação menos relevante, inscreve-se no mesmo feitiço desse relacionamento.

As entidades públicas não financeiras, compondo o denominado "extra-mercado", definido pelo Decreto-Lei 1290 de 03.12.73, apresentavam uma posição mais relevante entre 1972 e 1977. Esse mercado seria bastante influenciado pela evolução das condições de financiamento corrente das empresas públicas e, em particular, pela intensa utilização das empresas como instrumento de política econômica e como captadoras de recursos externos. Sua participação também tende a apresentar decréscimo com a instituição dos Depósitos Registrados em Moeda Estrangeira (DRME).

A coluna "Outros Investidores Privados" manifesta um largo espectro de tomadores. Aí incluem-se também outros agentes do sistema financeiro, como corretoras e distribuidoras. Representa todavia o mercado de dívida pública com seus virtuais tomadores finais e os agentes que depositariam os excedentes de caixa em busca de rentabilidade, desconsiderando-se as vinculações de tomadores com o sistema bancário (onde se poderia talvez atribuir maior assimilação do instrumento de dívida pública a objetivos de controle do crédito bancário) e as relações financeiras intra-setor público.

⁹⁰ Somente a partir de 1975 (Resolução 332 de 23.07.75) o Banco Central permitiria a composição da parcela remunerada do compulsório com LTN.

⁹¹ Fator constitutivo da logicidade do mecanismo de mercado aberto mas também sujeito a diferentes interpretações de seus resultados no que se refere a técnicas e estratégias utilizadas, como atestam trabalhos técnicos desenvolvidos ao longo dos anos, ver por exemplo Fendt (1978) e Lamy (1981). Cabe mencionar também que a utilização dos títulos públicos como reservas secundárias propiciava a troca de reservas bancárias entre as próprias instituições, também constitutiva de objetivos da utilização do instrumento de mercado aberto, ver Brandão (Andima).

2.2.2 - Observações sobre recursos movimentados pela dívida mobiliária

Em grande medida, como decorrência dos dispositivos introduzidos pela Lei Complementar nº 12, as informações disponíveis para análise da contribuição da dívida mobiliária como fonte de financiamento, ou para um exame da administração de suas principais operações de cunho orçamentário, oferecem inúmeras restrições. É necessário, todavia, esclarecer algumas peculiaridades da administração do instrumento de dívida mobiliária para a compreensão do alcance das informações acessíveis.

Tabela 13
DÍVIDA MOBILIÁRIA
MOVIMENTO DE RECURSOS

MOVIMENTO DE RECURSOS							Em Cr\$	
	EMIÇÃO BRUTA	RESGATE	EMIÇÃO LÍQUIDA	ENCARGOS	COLOCAÇÃO LÍQUIDA	COBERTURA DE ENCARGOS ORÇAMENTO	RESSAR- CIMENTOS	RECURSOS LÍQUIDOS
	A	B	C=A-B	D	E=C-D	F	G	H=E+F+G
1965	0,343	0,000	0,343	0,006	0,337			0,337
1966	0,788	0,116	0,672	0,043	0,629			0,629
1967	1,301	0,690	0,611	0,163	0,448			0,448
1968	1,493	1,169	0,324	0,231	0,093			0,093
1969	5,012	3,786	1,226	0,429	0,797			0,797
1970	11,245	8,195	3,050	0,768	2,282	0,543		2,825
1971	17,386	13,207	4,179	1,112	3,067	0,513		3,580
1972	32,879	24,117	8,762	1,876	6,886	0,398		7,284
1973	47,824	38,852	8,972	3,215	5,757	0,905		6,662
1974	41,878	40,120	1,758	4,385	-2,627	0,952		-1,675
1975	97,793	59,437	38,356	6,707	31,649	2,114	0,118	33,881
1976	130,767	104,828	25,939	15,170	10,769	1,837	0,415	13,021
1977	241,844	188,008	53,836	31,700	22,136	3,650	1,275	27,061
1978	365,166	304,245	60,921	51,562	9,359	3,130	4,352	16,841
1979	514,242	437,238	77,004	81,031	-4,027	3,691	6,288	5,952
1980	783,763	610,623	173,140	115,306	57,834	36,164	10,668	104,666
em % do PIB								
1965	0,8	0,0	0,8	0,0	0,8			0,8
1966	1,3	0,2	1,1	0,1	1,0			1,0
1967	1,6	0,8	0,7	0,2	0,5			0,5
1968	1,3	1,0	0,3	0,2	0,1			0,1
1969	3,3	2,5	0,8	0,3	0,5			0,5
1970	5,8	4,2	1,6	0,4	1,2	0,3		1,5
1971	6,7	5,1	1,6	0,4	1,2	0,2		1,4
1972	9,5	7,0	2,5	0,5	2,0	0,1		2,1
1973	9,3	7,6	1,8	0,6	1,1	0,2		1,3
1974	5,6	5,4	0,2	0,6	-0,4	0,1		-0,2
1975	9,3	5,7	3,7	0,6	3,0	0,2	0,0	3,2
1976	8,0	6,4	1,6	0,9	0,7	0,1	0,0	0,8
1977	9,7	7,5	2,2	1,3	0,9	0,1	0,1	1,1
1978	10,1	8,4	1,7	1,4	0,3	0,1	0,1	0,5
1979	8,6	7,3	1,3	1,4	-0,1	0,1	0,1	0,1
1980	6,3	4,9	1,4	0,9	0,5	0,3	0,1	0,8

Fonte: Relatórios Anuais do Banco Central (1974, 1979, 1980 e 1985).

Notas: As informações constam dos registros apresentados na conta "Movimento de Recursos", procurando-se aqui simplificar a sua apresentação. As características originais dos registros impõem todavia restrições a correta alocação dos valores de emissões brutas, resgates e encargos, tendo essas colunas aqui uma expressão indicativa.

Emissão Bruta = Subscrição Bruta e Ágios para as ORTN e valor líquido de COLOCAÇÃO das LTN.

Resgate = Principal mais Correção Monetária das ORTN e despesas com o valor líquido (de colocação) das LTN.

Encargos = para as ORTN consideram-se juros, comissões, deságios; a partir de 1980 inclui acréscimos cambiais. Para as LTN consideram-se as despesas com descontos no vencimento.

Ressarcimentos: rubrica de acerto contábil originada da apropriação de correção monetária e juros pela colocação de títulos com prazos decorridos.

Recursos Líquidos: representa a apropriação de recursos da dívida à conta de "Operações de Crédito da União".

Com a responsabilidade pela gestão do instrumento de dívida pública transferida para o Banco Central desde 1967 e com as prerrogativas conferidas pela Lei Complementar nº 12, os registros relativos à dívida pública no plano orçamentário, como receitas de operação de crédito e como despesas de amortização, deixaram de existir como fatos contábeis. A execução orçamentária tradicional continuaria ainda a apontar apenas recursos para o pagamento de juros das ORTN,⁹² embora em montantes que ficariam muito aquém dessas despesas.

Os registros de operações primárias de dívida pública permaneceriam elaborados pelo Banco Central, oferecendo, a princípio, o que representaria a resultante em financiamento ou o resgate líquido referentes ao giro da dívida pública. Com limitações a que faremos referência abaixo, a resultante de colocações para o público e para carteira do Banco Central e as despesas próprias do serviço da dívida manteriam registros indicativos do que representaria seu provável impacto orçamentário. De qualquer forma, a identificação precisa dos determinantes e do destino da utilização dos recursos estaria prejudicada pelas características de sua movimentação junto às contas do Orçamento Monetário.

Saliente-se, inicialmente, que os registros orçamentários não deveriam necessariamente apontar os ganhos ou perdas financeiras que poderiam advir de movimentos ocorridos pela compra e venda de títulos em operações secundárias, isto é, de transações que se realizam ao longo do período de vencimento dos títulos levadas a cabo por uma autoridade monetária. Estes ganhos ou perdas no entanto podem assumir relevância na estrutura de contas ativas e passivas da autoridade monetária referindo-se a custos ou receitas decorrentes da negociação com os títulos. A partir das fontes disponíveis não há como quantificá-las para os anos 70.

As informações disponíveis para os fluxos de receita e despesa das operações primárias da dívida mobiliária constam do quadro "Movimento de Recursos", publicado até 1987 nos relatórios anuais do Banco Central. Embora trazendo a discriminação dos componentes de receita e despesa, esta apresentação traz várias restrições para análise. A mais importante delas decorre da fidelidade do registro às características financeiras de emissão dos próprios títulos, o que determinaria, por exemplo, o tratamento conferido às LTN. Os valores das operações com esses títulos seriam registrados como receita pelo valor de face das colocações menos o valor dos descontos concedidos, e como despesa, pelo registro do valor líquido captado pela colocação mais o valor dos descontos no vencimento. Isto implicaria na impossibilidade prática de se obterem os valores de encargos reais implícitos ao giro dessa modalidade de títulos, especialmente em presença de taxas de inflação mais elevadas.⁹³

Outra dificuldade diz respeito ao tratamento conferido à subscrição de títulos com prazo decorrido na série estatística. O registro de juros e correção monetária, que já estariam incorporados ao valor atualizado para venda dos títulos, seria contabilizado como "ressarcimentos" na conta "movimentação de recursos" como fonte de receita, o que aparenta representar apenas um registro adequado para captar recursos obtidos manifesta alterações na apropriação na série e algum desencontro na apresentação de valores para um mesmo período, sugerindo que tais registros não apresentariam homogeneidade quanto ao tratamento conferido. Negociações com títulos (compra e venda) por parte do Banco Central em operações secundárias⁹⁴ deveriam ter outro registro, mas neste caso um primeiro movimento, o de uma

92 As LTN desde o seu início foram eximidas dessa obrigação.

93 Problema similar verifica-se no registro das ORTN por acompanhar as características enunciadas pelo título. O tratamento conferido aos encargos (registrados apenas pelos rendimentos explícitos nos papéis: correção monetária e juros) desprezaria eventuais diferenças dos rendimentos oferecidos pelos títulos com a apropriação e atualização do valor dos recursos captados com ágio ou deságio na sua colocação.

94 O movimento de compra e venda de títulos vincendos (operações secundárias) dá ensejo a ganhos ou perdas financeiras apropriadas pelos agentes que participam nessas transações. O Banco Central através das operações secundárias, como

revenda dos títulos após decorrido o prazo de sua emissão, poderia estar sendo contabilizado à conta das operações primárias, dando lugar a ajustes na carteira do Banco Central.

Observadas estas restrições das informações, e tendo em conta a maior distorção causada por esses problemas em períodos de inflação elevada e pela emissão de títulos para a carteira do Banco Central, cabe interpretar os resultados disponíveis.⁹⁵ Em que pesem tais imprecisões, a trajetória observada pelos fluxos de recursos captados pelo endividamento mobiliário não deixa de manifestar alguns aspectos que orientariam a utilização do instrumento, bem como a influência das despesas com seu serviço.

De 1965 até 1969 a contribuição sugerida por este indicador de recursos captados pela dívida mobiliária demonstra dois movimentos: sua relevância inicial no financiamento orçamentário para o PAEG e seu posterior retraimento (entre 1967 e 1968) pela orientação da política econômica do período (já referida no Capítulo 1), com ligeira recuperação no último ano.

Desde 1970, todavia, observa-se a forte retomada na captação de recursos pelo endividamento em títulos, com a introdução das LTN utilizadas predominantemente para absorver o impacto monetário advindo da forte captação de recursos externos conhecida para o período. Entre 1970 e 1973 a magnitude relativa das colocações líquidas excedem em média a casa dos 1,5% do PIB, tendo alcançado 2% do PIB em 1972. Observe-se que nesse período assistia-se também a uma redução dos déficits do orçamento fiscal tradicional, que cessariam a partir de 1973. A contribuição dos recursos da dívida mobiliária excederia desde 1971 a necessidade de recursos indicada pelos fluxos de caixa da execução orçamentária, demonstrando sua correlação com a formação das reservas internacionais no Banco Central.

As informações contidas neste quadro permitem observar também uma das implicações da Lei Complementar nº 12 para os registros orçamentários. Os recursos apresentados como de fonte orçamentária para a cobertura de encargos com ORTN deixaram de acompanhar os juros pagos pelos títulos vencidos de forma mais significativa desde 1972.

Resultante de dificuldades na colocação de títulos que se apresentaram ao longo do ano de 1974 junto ao sistema financeiro, e em face do impacto cambial negativo do mesmo período, que se manifestaria em queda de reservas, a colocação líquida é negativa neste ano. A "cobertura orçamentária" não chega a cobrir o resultado, manifestando ainda queda nos recursos líquidos apurados pela dívida mobiliária.

O tratamento contábil de recursos da dívida mobiliária junto às contas monetárias manifesta aqui uma de suas peculiaridades: a colocação líquida de títulos negativa, que representaria despesa orçamentária com resgate de dívida (lembrando-se que se trata da ótica das operações primárias para o Tesouro), apresenta-se tão somente como contração líquida de recursos em conta passiva do Banco Central. A queda das reservas externas contrabalança tal efeito do lado ativo das contas monetárias. Nesse esquema, todavia, dissolvem-se os comprometimentos decorrentes de responsabilidades para o agente emissor.

qualquer agente financeiro, pode obter recursos ou incorrer em prejuízos que fazem parte da própria logicidade de sua atuação como autoridade monetária no mercado aberto. O registro deste fluxo de recursos decorreria de uma apuração dos valores financeiros dos títulos através da apropriação de ganhos ou perdas na realização das transações. Tal não era o propósito do quadro de Movimentação de Recursos que registra os fluxos de receita e despesa nos atos de compra e venda nos momentos da emissão e vencimento dos títulos seguindo a ótica do seu emissor primário, para todos os efeitos, o Tesouro Nacional. Esses problemas dariam ensejo a nova forma de apuração introduzida pela Secretaria do Tesouro Nacional em 1988, quando da transferência da administração da dívida.

⁹⁵ Cabe destacar: a despeito dos problemas referidos, esta é praticamente a única fonte de dados disponíveis para uma série histórica em que possa examinar-se os fluxos de financiamento e de serviço gerados pela dívida mobiliária na economia brasileira. Seus valores constam inclusive do registro de Contas Nacionais para as administrações públicas, sobre os quais são feitas as considerações sobre o quadro das finanças públicas ao longo das duas últimas décadas.

O ano de 1975 representa para a década de 70 a maior quantidade de recursos captada pelo instrumento de dívida pública: cerca de 3,0% do PIB como colocação líquida de títulos, ou 3,2% do PIB como recursos líquidos, considerada a cobertura orçamentária de encargos. Aponte-se que após a retração em 1974, o período 1975-76 reflete também uma recomposição de títulos em poder do público (apresentando-se mais acentuada para os resultados de final de período em 1975, ver Tabelas 7, 8 e 9).

A partir de 1976, o giro da dívida mobiliária passa a apresentar peso mais significativo dos encargos, reflexo do encurtamento do perfil da dívida e da elevação das taxas de juros. O valores obtidos pela colocação líquida das operações primárias mantêm-se abaixo de 1% do PIB até o final da década, e retraindo-se acentuadamente até 1979, quando novamente apresenta-se negativa por uma ação deliberada de contração do estoque de dívida mobiliária.

O quadro abaixo compara os resultados apresentados na conta "Movimentos de Recursos" como "colocação líquida" de títulos e como "recursos líquidos" (com inclusão na anterior de ressarcimentos do Tesouro) com o "impacto monetário nas operações junto ao público". Os primeiros resultados manifestam emissões e resgates primários inclusive para o Banco Central, o "impacto monetário" reflete colocações e resgates apenas junto ao público, mas incluindo operações secundárias (isto é, as operações de revenda e de recompra do Banco Central com títulos a vencer). Diferenças na magnitude dos valores ainda decorrem seja de um aumento de colocações para carteira do Banco Central, seja de características do registro ou apuração.⁹⁶

Tabela 14
OPERAÇÕES COM TÍTULOS FEDERAIS

Em Cr\$ bilhões correntes e em % do PIB

Anos	Impacto Monetário ¹	Colocação Líquida ²	Recursos Líquidos ³	Impacto Monetário ¹	Colocação Líquida ²	Recursos Líquidos ³
	Em Cr\$ bilhões			Em % do PIB		
1970	1	2	3	0,7	1,2	1,5
1971	2	3	4	0,7	1,2	1,4
1972	7	7	7	2,1	2,0	2,1
1973	2	6	7	0,5	1,1	1,3
1974	1	-3	-2	0,1	-0,4	-0,2
1975	16	32	34	1,6	3,0	3,2
1976	21	11	13	1,3	0,7	0,8
1977	-1	22	26	0,0	0,9	1,0
1978	8	9	12	0,2	0,3	0,3
1979	-62	-4	0	-1,0	-0,1	0,0
1980	6	58	22	0,0	0,5	0,2
1981	552	912	874	2,3	3,7	3,6
1982	-218	667	566	-0,4	1,3	1,1
1983	-2290	2143	1962	-2,0	1,9	1,7
1984	9830	256	-1559	2,7	0,1	-0,4
1985	25690	27482	22082	1,9	2,0	1,6
1986	-92530	70363	8113	-2,5	1,9	0,2
1987	217049	332477	307182	1,9	2,9	2,7

Fonte: Relatórios do Banco Central (1975, 1980, 1984, 1990)

(1) Impacto Monetário: operações primárias e secundárias (mercado aberto) junto ao público;

(-) resgate, impacto expansionista; (+) Colocação, impacto contracionista

(2) Colocação Líquida: conforme quadro "Movimento de Recursos". Não inclui coberturas orçamentárias.

(3) Recursos Líquidos: inclui "cobertura de encargos com receita orçamentária" e "custos ressarcidos".

Essa comparação nos serve, entretanto, para apontar a semelhança da trajetória apontada pelo quadro "Movimento de Recursos". Ressalte-se que como apontaram também os dados de

⁹⁶ Por exemplo, movimentos mais intensos de colocação primária junto ao público ao ocorrerem no início do exercício e de recompra pelo Banco Central ao ocorrerem no final de exercício, com elevação dos valores nominais acompanhando a inflação, podem trazer significativas distorções na comparabilidade dos resultados. O registro do impacto monetário ademais acompanham as flutuações dos valores financeiros dos títulos nas operações realizadas.

estoque, os aumentos mais acentuados da dívida mobiliária junto ao público ocorrem entre 1975 e 1976.

2.3 - O instrumento e conflitos com a instabilidade financeira

A reformulação do sistema de intermediação financeira adaptada às características da estrutura industrial e de comercialização e associada a novos esquemas de financiamento do setor público, procurara eliminar distorções anteriormente resolvidas através de pressões inflacionárias. O sistema financeiro que era até então quase que exclusivamente constituído de haveres monetários e do crédito bancário presenciou uma reorganização que privilegiaria a intermediação extrabancária menos afetada pelas políticas monetárias contracionistas dos primeiros anos das reformas.

Do ponto de vista do financiamento de mais longo prazo, além dos primeiros sinais de entrada de recursos externos, as agências públicas de fomento constituiriam-se também numa fonte suplementar de crédito à economia, fortalecida por fundos especiais de recursos. Nesse contexto, as Autoridades Monetárias conduziram inicialmente a política de crédito bancária com algum grau de autonomia em relação ao financiamento do novo complexo industrial que emergira da segunda metade da década de 50.⁹⁷

A estratégia de crescimento acelerado após 1967 traria maior estímulo à tomada de empréstimos externos, evitando a transferência de recursos que vinha sendo indiretamente aplicada ao financiamento corrente da economia. A contratação desses empréstimos desviaria assim crescentemente a demanda de crédito para o exterior.

Os efeitos do ingresso maciço de recursos externos resultariam na utilização das operações de mercado aberto através de títulos públicos para neutralizar o impacto monetário das aquisições de divisas correspondentes ao aumento das reservas internacionais. Entre 1972 e 1973 o aumento das reservas já se constituía no principal fator de expansão da base monetária, tornando-se inclusive insuficiente as operações de dívida pública para a sua neutralização.⁹⁸

A existência de saldos não utilizados em agências e fundos oficiais (recursos do PIS/PASEP, FGTS) aplicados em títulos públicos demonstrava também uma outra flexibilidade decorrente das facilidades advindas da abundância de recursos externos: as transferências de recursos através da dívida pública. O "mecanismo de transferência doméstica de fundos" constituiria-se num expediente que iria além do âmbito do mercado aberto tanto pela flexibilidade à alocação de recursos entre fundos públicos, como pelo financiamento da execução orçamentária e à absorção líquida de recursos em moeda pelas Autoridades Monetárias. A aplicação de recursos de agências públicas e de fundos em títulos públicos manifestam-se crescentes a partir do final do período. As aplicações de entidades públicas não-financeiras com recursos não-orçamentários passariam também a ser regulamentadas pelo Decreto-Lei 1290 de 03.12.73.

Da ótica da posição de endividamento externo do Governo Federal e do Banco Central, dada a menor responsabilidade direta destas entidades nas captações externas, o endividamento mobiliário federal vinculava mais estreitamente à absorção do impacto monetário expansionista gerado pela contratação de empréstimos pelos setores privado e demais entidades do setor público.⁹⁹

97 Ver Pereira (1974, p. 56-60).

98 Idem, p. 84.

99 Bontempo, Hélio, p. 32 Note-se que trabalhamos aqui com o exercício realizado pelo autor a partir de um modelo compatível com a composição da Dívida Líquida do Setor Público e que demonstra a evolução dos fluxos financeiros originários do endividamento externo e seu impacto nas contas do Governo Central. O "impacto monetário" nesse

A maior parcela dos tomadores de títulos públicos seria então composto do sistema bancário, que mantinha mais da metade dos depósitos compulsórios nestes títulos, "consoante a orientação governamental de crédito seletivo e de remunerar parte destes recolhimentos, objetivando a redução dos custos operacionais do sistema e da taxa de juros para empréstimos".¹⁰⁰

É característico de todo o período de 1968 a 1973 a condução de uma política de juros com instrumentos de controle direto (pela fixação de tetos ou redutores) ou indireto (como redução do custo do redesconto) para os empréstimos bancários, além da utilização de instituições oficiais na concessão de crédito a taxas mais favorecidas para alguns setores. A manipulação dos instrumentos tradicionais de política monetária (o compulsório e o redesconto) como fatores de estímulo a contenção das taxas de juros para os tomadores finais, abriram espaço para uma utilização preferencial do instrumento de mercado aberto para objetivo de controle da liquidez. Mesmo assim, cabe notar, o Banco Central administrou, pelo menos até meados de 1972, o mercado de dívida pública por um sistema que direcionava as taxas praticadas nas negociações com títulos públicos.

Entre 1974 e 1978 as taxas de expansão da dívida mobiliária federal sobre o PIB reduzem-se a 4,3% a.a. em circulação e 4,4% a.a. junto ao público. No período, todavia, as oscilações frequentes que apresentam manifestam sucessivas reviravoltas da condução da política monetária e financeira. Assiste-se à busca de reduzir a tendência à concentração das aplicações financeiras em títulos públicos (1974) em meio à crise deflagrada no sistema financeiro gerada pela ameaça de insolvência de instituições do sistema e à reversão de expectativas quanto ao desempenho da economia. Seguem-se operações de recompras pelo Banco Central para evitar as dificuldades de liquidez das instituições do mercado financeiro e retomar a articulação do financiamento externo com a política interna de crédito (1975 e 1976); e, por fim, intensifica-se uma política monetária restritiva marcada pela criação paralela de mecanismos de absorção no Governo Central dos fluxos externos (1977 e 1978).

A reversão do quadro inflacionário em 1974 daria início a uma mudança brusca na dinâmica e condições de funcionamento do sistema financeiro que emergiria das reformas da década de 60 e que crescera estimulado pelo influxo de recursos externos. A principal característica dessas mudanças seria as alterações de comportamento dos agentes econômicos em geral frente aos contratos financeiros dada a presença de diferentes unidades de conta.

Junto a tentativas de saneamento do mercado financeiro, o início do governo Geisel trouxera também uma política monetária fortemente contracionista envolvendo elevação das taxas de juros com o objetivo de estancar o processo inflacionário.¹⁰¹ Ainda em 1974 como consequência dessa orientação e da intervenção do Banco Central em instituições financeiras,¹⁰² os instrumentos de captação das instituições privadas foram postos frente ao deslocamento das

sentido revela o impacto para o Banco Central e o Governo Federal em termos das consequências do endividamento externo para a condução da política monetária e de endividamento mobiliário federal diretamente imputados a responsabilidade das autoridades centrais. Esse exercício em certa medida abstrai outros condicionantes na condução destas políticas, como o próprio papel de intermediador de fundos da dívida mobiliária ou mesmo alguns dos autodeterminantes da expansão da dívida interna. Trata-se, todavia, de um exercício analítico de grande valia ao captar de uma ótica específica o impacto fundamental do processo de endividamento externo nas contas das Autoridades Monetárias e na própria formação da dívida pública interna.

¹⁰⁰ Idem, p. 87.

¹⁰¹ Os movimentos contraditórios e as diretrizes gerais da política econômica no período foram analisados por Coutinho e Belluzzo (1984). Pretendemos aqui apenas aprofundar alguns aspectos da interação dessa política com a instabilidade financeira e a orientação do instrumento de dívida pública.

¹⁰² Ver Assis (1983, pp. 53-62). A deformação institucional do mercado financeiro tornara as instituições financeiras em geral fortemente dependentes dos recursos externos, repasses oficiais de recursos e de um mercado de recompras gerando um frágil equilíbrio entre seus ativos e passivos. Com a deterioração das condições externas (refletindo-se no aumento dos custos de captação e de encargos e a drenagem das reservas internacionais), mudanças nas expectativas em razão da aceleração inflacionária e a sinalização de uma política econômica restritiva, abriria-se então uma crise de liquidez no

aplicações em direção a ativos que ofereciam correção monetária e à maior credibilidade dos títulos públicos sob o pânico de insolvências no sistema financeiro.¹⁰³

Esses fatos provocariam, com ajuda de pressão dos próprios agentes privados do sistema, a suspensão no segundo semestre de 1974 da colocação dos títulos públicos em mercado, o que se traduziu, no encerramento do ano, numa expressiva queda do volume de títulos em circulação.¹⁰⁴ Da perspectiva da condução da política econômica, a suspensão da colocação de ORTN provavelmente também encontrava amparo na queima de reservas realizada pelo Banco Central em razão de desequilíbrios do balanço de transações correntes.

No âmbito do mercado de títulos públicos, a tradução das medidas de contração monetária frente à reversão de expectativas fora uma elevação de ágios sobre as operações do mercado mesmo na ausência de títulos públicos tradicionais, gerando uma série de efeitos encadeados que ainda repercutiriam até 1976. A sucessão complexa de eventos e medidas na área monetária e financeira naquele período chamaria atenção para o caráter ativo do mercado aberto. O sistema bancário parecia então ressentir-se da proteção e da alavancagem de recursos no sistema propiciado pelas aplicações em títulos públicos para as captações que se concentravam no curto prazo. Mais adiante, em grande medida, o crédito bancário só seria reestimulado pela captação de recursos externos e o repasse de recursos oficiais.

Medidas como a do "refinanciamento compensatório" no início de 1975, pelo qual o Banco Central assegurava um financiamento a juros baixos diretamente para as reservas bancárias, após já anteriormente terem sido praticamente zerados os recolhimentos compulsórios, demonstraram a vulnerabilidade dos instrumentos de política monetária para a reativação do crédito do sistema bancário frente à presença de um mercado financeiro que absorvia em suas operações boa parte da liquidez gerada.

Logo, em um novo desdobramento do contexto de instabilidade financeira, a aplicação de um índice expurgado para a correção monetária a partir de agosto de 1975 (IPA isento de acidentalidades) surgiria como um dos primeiros expedientes utilizados com o propósito de conter o avanço da demanda endógena de crédito do mercado monetário,¹⁰⁵ juntamente com o tabelamento dos papéis de renda fixa.

Em maio de 1975, os leilões de ORTN que eram negociadas a preços nominais já passara a permitir que o mercado estabelecesse descontos competitivos também sobre essa modalidade de título.¹⁰⁶ O efeito desta medida seria permitir a recomposição de valores dos títulos a despeito das alterações na correção monetária introduzidas no período. Estas alterações recairiam portanto mais diretamente em consideração ao impacto sobre outras formas de captação de recursos sujeitas à cláusula de indexação monetária do que propriamente sobre o mercado de títulos públicos,¹⁰⁷ desvinculando em certo sentido suas transações dos efeitos diretos daquela medida.

mercado financeiro. Instituições que encontravam-se já em posições vulneráveis seriam então submetidas a processos de liquidação pelo Banco Central, mas a extensão que tomara as práticas de atuação no sistema acabariam colocando em risco toda a estrutura do sistema de intermediação financeira privado gerando uma série de idas e vindas nas tentativas de saneamento do mercado financeiro.

103 Em agosto de 1974, o Decreto-lei 1342 passou a garantir aos aplicadores uma antecipação de recursos para a aquisição de ativos em liquidação de instituições financeiras através de recursos do Imposto sobre Operações Financeiras que formariam a Reserva Monetária do Banco Central.

104 Portaria MF 425 de 14/8/74, revogada pela Portaria MF 29 de 23/1/75.

105 A aplicação de expurgos aos índices de preços utilizados na correção monetária datam portanto inicialmente desse período. É importante frisar que naquelas circunstâncias tratava-se de uma política que procurava contornar os movimentos de recursos no mercado financeiro para aplicações em contratos sujeitos a indexação e os fortes movimentos especulativos com títulos públicos e não necessariamente ainda rebaixar as dimensões do estoque de dívida atrelado a indexação como ocorreria com a prefixação monetária e cambial de fins de 1979 e as alterações nos fatores de atualização monetária como na ocasião dos planos de estabilização da segunda metade da década de 80.

106 Ver a respeito Banco Mundial, "Brasil-Análise dos Sistemas Financeiros", IBMEC, Rio de Janeiro, 1985, p. 185.

Nesse aspecto, ainda, note-se que entre setembro e novembro de 1975 a elevação das taxas de juros para aplicações de curto prazo de 20% para 38% provocaria uma fuga das instituições financeiras do mercado de dívida pública desta vez sobre o carregamento que se realizava sobre as LTN. O Banco Central recompraria esses títulos no mercado.

Os movimentos e episódios apontados demonstram a instabilidade do mercado de títulos públicos decorrente de condições estruturais próprias do sistema de intermediação e que já então se manifestavam. Além propriamente da responsabilidade dos efeitos de expurgos nos índices de preço para a correção monetária e as ORTN de longo prazo, como fator constitutivo da liquidez dos títulos públicos, transparecia uma outra componente mais fundamental.

Manifestava-se que os próprios títulos públicos ofereciam, dada uma oportunidade implícita de arbitragem do mercado através dos acordos de recompra, a possibilidade de proteger-se de perdas decorrentes das variações das taxas de inflação. A possibilidade de perdas pelo risco de preço, em decorrência da variação das taxas de inflação frente à rentabilidade das aplicações financeiras, é parte da prática corrente de operações de qualquer mercado financeiro. A garantia de recomposição do valor do principal dado pela correção monetária no caso brasileiro permitiria entretanto reduzir a incerteza associada à expectativa de ocorrência de perdas com elevadas taxas de inflação, o que inclusive compôs a justificativa de sua inserção na economia brasileira, dados os efeitos da presença crônica da inflação nas aplicações de longo prazo, e não, ao contrário, o recurso facilitado à indexação como hedge contra expectativas frustradas na rentabilidade de aplicações financeiras do curto prazo. A partir de 1974, entretanto, com a retomada da inflação o espectro de aplicações em ativos financeiros penderia para os ativos com correção monetária.

Independente da influência em termos de uma indexação generalizada de preços na economia como ocorreria mais tarde, e até mesmo pela defasagem de sua aplicação em períodos de aceleração do nível de preços, a correção monetária não garantiria dessa forma a perfeita proteção contra uma variação do nível de preços na economia. Considerando um poder de arbitragem adquirido pelos credores sobre as aplicações em diferentes unidades de conta, a questão da diversidade das unidades de conta assume uma outra dimensão.

Qualificando melhor: na medida em que a presença de ativos financeiros como os próprios títulos públicos oferecem duas ou mais unidades de conta para a sua atualização, e na medida em que haja um mercado de fácil mobilidade entre essas diferentes aplicações, há uma indução inerente a que aplicadores (agentes financeiros ou não) procurem reter esse poder de arbitragem. No limite a impossibilidade dessas conversões nas carteiras das instituições financeiras estourariam no Banco Central que por sua vez, ou por temor de uma crise no sistema financeiro ou por motivação de condução da própria política de juros, acabava referendando o processo.

Embora as dimensões mais restritas das operações de dívida pública na década de 70, do ponto de vista da participação dos títulos públicos no espectro de ativos financeiros (incluindo os haveres monetários), e em sentido diferente ao de sua importância no processo de fuga pela liquidez na década de 80, a constituição implícita dessa arbitragem em mercado permitiu

107 Trata-se de um aspecto importante para a compreensão da particularidade do mercado de títulos públicos e sua expressão como um mercado monetário. Ao contrário de outras formas de captação, os deságios que podiam ser aplicados sucessivamente nas negociações com ORTN - e não apenas no leilão primário, mas em todas as demais operações realizados no período vencendo dos títulos - permitem o ajustamento dos valores desse tipo de instrumento financeiro de uma forma menos rígida do que em outros instrumentos financeiros. Assim, por hipótese, uma virtual escassez desses títulos apenas desestimularia as aplicações pela redução dos descontos ou o surgimento de um ágio para a seu detentor. Entretanto, dada a alternativa de aplicações em valor nominal pela expectativa de taxas futuras (em LTN) do ponto de vista de um aplicador, dado o amplo espaço para acordos de recompra que permitiam que a aplicação em títulos tivessem a natureza de um financiamento ao carregador dos títulos, e dado que a correção monetária exercia recorrentemente o papel de um parâmetro de remuneração que ia além do mercado de títulos públicos, sempre havia no mercado uma forte resistência a queda dos rendimentos aplicadas no curtíssimo prazo.

paulatinamente criar o mercado de dívida pública como um locus especulativo das aplicações de curtíssimo prazo.

A difícil compreensão desse aspecto é o que talvez tenha descaracterizado o importante sentido da dualidade do dinheiro entre a moeda de curso forçado e a moeda financeira e de suas consequências. A correção monetária como unidade de conta da moeda financeira não seria um fator que determinaria um segmento a parte da intermediação financeira quando se observa a autonomia do capital-dinheiro entre as diferentes modalidades de aplicação num mercado de curtíssimo prazo.¹⁰⁸ A correção monetária torna-se, nesse sentido, apenas uma referência para as negociações com ativos financeiros mas não sua referência última, como aliás o salto para a correção cambial demonstraria no início da década de 80. A mobilidade de recursos e os fatores que a incentivaram é o aspecto determinante, e particular, que está associado a gestão do instrumento de dívida pública pela política de mercado aberto. Sua natureza é outra em relação ao confronto de diferentes remunerações, é em certo sentido decorrência do poder de determiná-las o que torna importante a questão da diversidade de unidades de conta nos desajustes do sistema.

Após aquela sucessão de eventos que marcara a condução da política monetária e financeira nos anos de 1974 e 1975, as autoridades econômicas procuraram através de um conjunto de medidas alterar o espectro das operações do mercado financeiro.

A principal medida do ponto de vista da dívida pública em mercado é a introdução de uma resolução do Banco Central procurando disciplinar as operações de recompra no mercado aberto. A resolução 366 de 09/04/76 procurou, além de definir as modalidades dos acordos de recompra, introduzir um limite de alavancagem sobre o patrimônio das instituições financeiras pelo montante dos títulos carregados em carteira.

Essa medida é introduzida no bojo de mudanças de orientação na condução da política econômica com um aprofundamento da política monetária restritiva e a eliminação de tabelamento dos juros para uma série de operações no mercado financeiro. É então a partir de 1976 que se alteraria fortemente a estrutura dos títulos da dívida pública com a utilização crescente das LTN em detrimento das ORTN. Os acréscimos da dívida passaram a ser decorrentes preponderantemente da emissão de LTN, o que se manifesta na redução do prazo médio de vencimento da dívida mobiliária.

São apontadas freqüentemente as mudanças introduzidas na fórmula da correção monetária em 1975 e 1976 como responsáveis pelo afastamento dos tomadores dos títulos de longo prazo (ORTN). No entanto, colaboraram na mesma direção fatores como a determinação exclusiva para as LTN nas operações de recompra,¹⁰⁹ os limites mais favoráveis para alavancagem no carregamento de LTN e o aprofundamento da segmentação da estrutura de financiamento da economia entre operações indexadas e não indexadas atingindo as pontas tomadora e emprestadora.

A redução no perfil de maturação da dívida mobiliária que acompanhou o maior estímulo implícito a utilização das LTN pelo mercado exigiria giro mais rápido do estoque e tornaria as taxas de remuneração dos títulos mais suscetíveis a condições conjunturais vividas

108 "No Brasil foi deliberadamente produzida uma nova separação (do dinheiro) na própria órbita da circulação financeira do capital. Criaram-se assim dois sistemas de medida para o dinheiro: uma medida elástica que é a habitual e que permite a sua desvalorização progressiva através do movimento de preços, e outra rígida 'arbitrária', que é a correção monetária que determina o valor legal do dinheiro. Porém as duas medidas só estão separadas enquanto mecanismo de criação de dinheiro interno a cada órbita (a monetária e a financeira). Mas a circulação geral do dinheiro se dá necessariamente entre ambas" (itálicos no original) Tavares (1983, p. 134).

109 Como mencionamos na análise dos aspectos institucionais do mercado de títulos públicos, as operações de recompra a preços fixos eram permitidas exclusivamente ao carregamento de LTN. Isto não impedia a negociabilidade dos demais títulos sob a classificação de operações definitivas, apenas retirava destas qualquer amparo legal como compromisso de

pelo mercado e às sinalizações da política econômica (em particular devido a taxa de financiamento overnight exigida pelos aplicadores em títulos no mercado financeiros). Um fator saliente que chamava atenção dos analistas contemporâneos aos fatos observados no período era justamente a variabilidade das taxas de juros praticadas no mercado aberto.¹¹⁰

Após ultrapassado o período 1974-78, as vinculações entre o financiamento externo e a dívida mobiliária apresentariam novas características, cabendo à última, durante o período, uma presença ativa pelo estímulo a captação de recursos externos e pela intermediação de fundos para um complexo de operações realizadas pelas Autoridades Monetárias.¹¹¹

A articulação da dívida interna com o endividamento externo assume uma expressão peculiar frente à ação absorvedora do impacto monetário das operações externas. Embora se observe um sentido expansionista das operações externas, em termos de seu impacto junto ao Governo Federal e Banco Central este é acompanhado pela criação dos mecanismos paralelos de retenção de recursos em moedas estrangeiras nas Autoridades Monetárias, o que expressa uma relativa "autonomia" à condução da política de endividamento mobiliário interno.

A "autonomia", a que já nos referimos, reflete uma rearticulação particular da política de endividamento mobiliário interno com a ampliação do endividamento externo e a condução da política monetária e creditícia. A política de dívida mobiliária passa a cumprir um papel direto de estímulo financeiro à captação externa em consequência do diferencial de taxas de juros interna e externa e da inserção característica dos títulos públicos no mercado financeiro e na estrutura de juros no mercado interno.

A contenção do ritmo de crescimento da dívida mobiliária em 1977 e 1978 é aparente da perspectiva de um controle do endividamento interno pela órbita federal, seja porque assiste-se a expansão de mecanismos paralelos de absorção do impacto externo, seja porque a relativa estabilidade do mercado é alcançada à custa de um maior aprofundamento da dependência do mercado de títulos públicos em relação às aplicações de curto prazo.

Outro aspecto da articulação do endividamento público com a política econômica encontrava-se na sua operacionalidade para as contas das Autoridades Monetárias. A emissão de títulos da dívida mobiliária para o público em particular é realizada, como ocorria anteriormente, para reciclar no interior do sistema de intermediação os fundos de agentes superavitários na economia. Mas paralelamente propicia a oportunidade de conduzir as políticas de crédito seletivo para uma maior importância em termos do volume de recursos envolvidos e do seu direcionamento. As políticas de crédito levadas a cabo pela União na defesa de diversos setores da atividade econômica realizam-se ao amparo amplo da intermediação entre diversas fontes de captação do setor público, da assunção do endividamento externo, destinação a concessão de créditos subsidiados a diversos setores e os repasses de recursos e de assistência financeira aos intermediários financeiros.

2.4 - Considerações sobre o papel da dívida mobiliária na década de 70

recompra pela instituição financeira segundo datas e valores formalmente estabelecidos. O limite de carregamento dos títulos nas instituições financeiras é que no caso criaria um fator impeditivo mais forte a transações com ORTN.

110 Ver por exemplo artigo de Haddad, Claudio; "Mercado Aberto: Simples Cadeia da Felicidade?" in "A dívida Pública no Brasil e Outros Textos", Andima, Rio de Janeiro, 1985. O autor afirmava então que a elevada variação das taxas era decorrência da dimensão do estoque de dívida pública ser proporcionalmente reduzido frente as reservas bancárias e os meios de pagamento o que provocaria movimentos bruscos em uma dada variação do estoque.

111 Cruz (1984, p. 67).

Desde 1964 até 1978 a dívida mobiliária conheceu uma trajetória de expansão anual quase contínua tomando-se como base a participação do estoque médio dos títulos em poder do público em relação ao produto interno bruto. Após um período inicial que marcou sua recriação como fonte de financiamento dos desequilíbrios orçamentários nos anos 60, a identificação dos determinantes mais diretos dessa expansão tornou-se tarefa complexa em virtude de falta de transparência das operações de dívida mobiliária junto às contas públicas e aos múltiplos aspectos envolvidos em sua gestão.

Não se pode negar, entretanto, a funcionalidade que adquirira o instrumento naquelas condições. A flexibilidade que ele conferia a gestão do impacto dos fluxos externos para a economia brasileira possibilitaria conter reflexos indesejáveis do volume e das flutuações da entrada de recursos do ponto de vista da programação monetária. Mais do que isso, todavia, ele permitiria tanto a mobilização como a movimentação interna de recursos entre fundos de diferentes origens no espectro dos mecanismos de financiamento gerados pelas reformas dos anos 60.

A partir de 1974 o instrumento de dívida mobiliária amplia sua interação com a dinâmica financeira interna. Isso decorreria fundamentalmente da manutenção do padrão do financiamento calcado na captação de recursos externos. Durante o período realiza-se, ao mesmo tempo, uma política expansionista quanto aos gastos públicos combinada com uma política monetária restritiva em face da entrada de recursos externos. A articulação realizada pela política econômica traria o instrumento para uma posição peculiar em diversos aspectos.

Conforme procuramos, observar há um forte movimento de captação de recursos que se concentram no período 1975-76 e que vincula-se tanto à retomada da entrada de recursos externos como a ampliação de linhas de crédito selecionados por intermédio do Banco Central. Desde 1977, a criação dos depósitos em moeda estrangeira passa a atuar como instrumento auxiliar na contenção do impacto cambial. A dívida mobiliária adquire então um papel mais direto no estímulo à captação de recursos externos, auxiliando ainda em movimentos contraditórios à política econômica, mas fundamentalmente agindo como um incentivo ao financiamento externo pelo diferencial de taxas de juros internas e externas.

Essa forma de atuação ocorre já na presença de um estoque de dívida elevada, incorporando em seu giro um patamar crescente de encargos. É nesse quadro que se manifestam com maior intensidade as relações adquiridas pelo instrumento com o sistema de intermediação financeira. Desde 1974 com a aceleração da inflação e a desaceleração das taxas de crescimento da economia, as tensões emergentes do sistema financeiro em vista de uma reciclagem de posições ativas e passivas, do descasamento de prazos e do convívio com contratos com diferentes unidades de conta, aumentaram a participação do Estado direta ou indiretamente na área do crédito. O instrumento de dívida mobiliária ganharia, particularmente pela presença mais acentuada das operações de mercado aberto, uma presença incisiva na garantia de rentabilidade e na proteção patrimonial das operações do sistema.

As ações realizadas pelo instrumento de dívida pública acabam refletindo a convergência de diferentes finalidades. Elas passam a ter uma correspondência ambígua ora com a cobertura do "spread negativo" contido nas remunerações de operações ativas e passivas das Autoridades Monetárias, ora com a manutenção da política de juros e ora com o seu próprio giro. Essas características tornaram-se evidentes ao final dos anos 70, emergindo delas uma orientação no sentido de conter o avanço do mercado de títulos públicos como um locus de especulação do sistema financeiro. As vinculações adquiridas pelo instrumento todavia já haviam alcançado um estágio avançado.

3 - A DÍVIDA MOBILIÁRIA NOS ANOS 80 E A DISFUNCIONALIDADE DO INSTRUMENTO: CRISE EXTERNA, DÉFICIT PÚBLICO E INSTABILIDADE MONETÁRIA

As fragilidades decorrentes da inserção institucional e da articulação adquirida pelo instrumento de dívida pública na dinâmica financeira interna, apesar de sua funcionalidade nas condições favoráveis do afluxo do financiamento externo, continuaram presentes no início dos anos 80. Ao longo da década, com o agravamento das condições externas e suas repercussões no plano doméstico, aprofundar-se-iam as dificuldades para a administração desse instrumento de política econômica tanto no tocante a sua inserção junto aos sistema de intermediação frente ao ambiente monetário-financeiro como à sua participação como fonte de financiamento e de comprometimento orçamentário.

A hipótese que orienta a análise do papel do instrumento de dívida mobiliária nos anos 80, junto ao condicionantes do financiamento da economia brasileira, é a de que as contradições anteriores já implícitas pela disposição institucional do instrumento de dívida pública e em suas relações com a dinâmica financeira interna assumem uma relevância central. A confiança no alcance e na maleabilidade do instrumento de dívida pública em títulos para atingir (ou acomodar) objetivos de política econômica é conduzida a um extremo, levando seu estoque a uma expansão acelerada.

Neste processo de crescimento acelerado da dívida nos anos 80 e de demanda generalizada por moeda indexada pelos agentes econômicos, e face ao agravamento das condições macroeconômicas, desfaz-se a funcionalidade do instrumento, o que é evidente já por volta de 1985. A dívida mobiliária transforma-se então num óbice à estabilidade monetária cujos planos de estabilização tentarão remover. Vejamos, entretanto, antes de tratarmos dessa questão, os principais determinantes de sua expansão na década.

Procuraremos explicitar, inicialmente, o determinante central constituído pela crise cambial e as relações do endividamento interno com o processo de deterioração financeira do setor público. A relação mais próxima com a evolução da instabilidade financeira, envolvendo os condicionantes de desmonetização e desintermediação financeira, por sua vez, serão tratados nas duas seções dedicadas já à análise das relações entre a política econômica e a gestão da dívida pública.

3.1 - A crise cambial e a dívida mobiliária

As condições externas impõem sobre a economia brasileira severas restrições nos anos 80. Os desdobramentos domésticos do problema cambial enfrentado pela economia brasileira, particularmente no que diz respeito à sua influência para o financiamento público e a instabilidade financeira, tiveram papel determinante na gestão do instrumento de dívida mobiliária.

A observação das contas externas, tendo como marco principal a crise cambial do final de 1982, aponta inicialmente para a distinção de duas etapas na evolução das restrições externas: a da deterioração progressiva das contas do balanço de pagamentos entre o ano de 1979 e 1982 e a da ruptura dos créditos voluntários do sistema financeiro internacional e a transferência de recursos financeiros ao exterior, período no qual amplia-se também a transferência interna de responsabilidades pelas obrigações externas para o setor público.

Tabela 15
BALANÇO DE PAGAMENTO DO BRASIL
TRANSFERÊNCIA DE RECURSOS
Média anual - em US\$ bilhões

DISCRIMINAÇÃO	79-80	81-82	83-85	86-87	88-90
1-Balança comercial (FOB)	-2,8	1,0	10,7	9,7	15,4
1.1-Exportações	17,7	21,7	24,8	24,3	33,2
1.2-Importações	-20,5	-20,7	-14,2	-14,5	-17,8
2-Serviços não-fatores	-2,1	-2,3	-1,1	-1,4	-1,7
3-Transferências de recursos reais (1+2)	-4,9	-1,3	9,6	8,3	13,7
4-Serviços de fatores	-6,4	-11,6	-11,5	-11,3	-12,7
4.1-Juros	-5,2	-10,3	-9,8	-9,1	-9,5
4.2-Lucros e dividendos (1)	-0,5	-0,5	-0,9	-1,1	-1,8
4.3-Outros serv. de fatores	-0,7	-0,9	-0,8	-1,1	-1,4
5-Transferências unilaterais	0,1	0,1	0,1	0,1	0,4
6-Saldo em conta corrente (3+4+5)	-11,2	-12,9	-1,8	-2,8	1,4
7-Entrada líq. de capitais (2)	7,8	11,1	4,2	1,4	-0,5
8-Transferências de recursos financeiros (4+7)	1,4	-0,6	-7,3	-9,8	-13,2
9-Variação das reservas (6+7)	-3,4	-1,8	2,4	-1,4	0,9

Fonte: Banco Central do Brasil.

(1) Exclui lucros reinvestidos

(2) Inclui investimentos diretos, financiamento de importações, empréstimos externos, capitais de curto prazo, outros capitais, amortizações pagas, erros e omissões e capitais compensatórios. Exclui reinvestimentos.

Entre 1979 e 1981 a economia brasileira, apesar de dificuldades crescentes com as captações externas, conheceu ainda entrada líquida de capitais superior ao pagamento de juros, caracterizando ainda transferências líquidas de recursos financeiros externos ao país. Essa situação, entretanto, transformar-se-ia abruptamente em 1982, invertendo de vez o direcionamento que assumira, nos anos 70, os fluxos das relações econômicas do país com o exterior.

A interrupção dos fluxos voluntários de financiamento pelos credores externos no segundo semestre de 1982 exigiria o enfrentamento de negociações externas para assegurar capitais compensatórios para conter a perda das reservas. É preciso todavia observar a evolução dos determinantes dos desequilíbrios ocorridos no balanço de pagamentos para a compreensão do impacto gerado com a interrupção dos fluxos financeiros externos.

Um primeiro componente seria a ampliação de um saldo negativo do "balanço produtivo" (balança comercial e os serviços não-fatores) nos anos de 1979 e 1980 sob as condições de perda nas relações de troca experimentadas pelo país após o segundo choque do petróleo.¹¹² O segundo

componente, mais decisivo para o agravamento dos desequilíbrios do balanço de pagamentos, seria a elevação dos juros pagos ao exterior em razão do aumento sem precedentes das taxas de juros nominais e reais no mercado financeiro internacional e da vulnerabilidade em que se encontrava a economia brasileira frente ao endividamento externo contraído anteriormente.¹¹³

A concentração da captação de recursos externos junto a bancos privados e a crescente sujeição dos empréstimos contraídos desde meados dos anos 70 à cláusula contratual de juros flutuantes, exerceriam já um importante fator de vulnerabilidade ao endividamento constituído. Com a elevação do fluxo de capitais, incentivado pelo objetivo da política econômica em equilibrar as contas externas, a dívida externa líquida cresce nesse momento de forma acelerada com as novas captações de empréstimos realizando-se em condições mais desfavoráveis.

A vulnerabilidade financeira da economia brasileira expressa-se, nesse contexto, com perda de reservas e o agravamento das condições em que se repactuavam os débitos com os credores externos. Mônica Baer ressalta em trabalho recente, que quando se relaciona o comportamento dos juros internacionais com a evolução dos termos de troca do país desde 1978, infere-se que o processo acelerado de endividamento externo demarcava já uma condição de "Ponzi finance" para a estratégia assumida pelo país frente aos credores internacionais. A captação de recursos estaria já arcando, nesse sentido, com o serviço financeiro externo num contexto de franca deterioração das condições de pagamento.--¹¹⁴

A dívida externa bruta cresce entre 1979 e 1982 cerca de 15,2% em média, enquanto a dívida líquida cresce 20,8% no mesmo período. A perda de reservas configura-se decisivamente em 1982, embora seu recuo já vinha se manifestando desde 1979, com ligeira recuperação em 1981. A conjunção de perda de reservas com o aumento de depósitos em moeda estrangeira no Banco Central passaria a manifestar um componente importante da equação de política econômica no âmbito doméstico.

A ruptura dos fluxos externos de financiamento em 1982 iria representar o mais grave problema externo enfrentado pelo país em sua história. Ela condicionaria não apenas as dificuldades decorrentes de um enfrentamento das novas condições cambiais para o país, como gerariam constrangimentos internos relacionados em grande medida ao refinanciamento dos passivos externos concentrados nas entidades públicas.

Em vista de uma intensa utilização das empresas estatais na captação de empréstimos externos, a participação do setor público no endividamento externo bruto já alcançara cerca de 65% em 1979. A participação do setor público na captação externa elevava-se já desde 1977 em decorrência da retração do setor privado e da maior presença do setor produtivo estatal na realização de investimentos em meio aos projetos do II PND, lançados num momento de desaceleração das taxas de acumulação. Ademais, a retração do crédito doméstico e a contenção tarifária, provocando redução da capacidade de autofinanciamento das empresas, conduziria ao primeiro passo no processo de estatização da dívida externa dentro do arcabouço de política econômica em vigor entre 1976 e 1979.¹¹⁵ A retomada da política de endividamento externo através das empresas públicas entre 1980 e 1982, precedida do choque patrimonial representado pela desvalorização cambial de 1979, traria um impacto de grande intensidade na equação financeira do setor.

Os efeitos da política financeira externa, todavia, manifestaram-se também em duas outras vertentes para o setor público através das suas implicações sobre o passivo externo das Autoridades Monetárias. A transferência de responsabilidade pelos custos cambiais dos tomadores privados para o Banco Central já representara um aumento na participação indireta

113 Idem.

114 Ver Baer (1993, pp. 72-84).

115 Sobre as origens do processo de estatização da dívida externa e a participação da política econômica de combate a inflação da segunda metade dos anos 70 como indutora da captação de recursos externos pelas empresas públicas: ver Cruz (1984).

dessa entidade de governo nos empréstimos contraídos. Entre 1979 e 1983, num período marcado por profundas incertezas quanto à definição de parâmetros da política cambial e da política monetária-financeira em geral, os recursos depositados em moeda estrangeira depositados no Banco Central oscilavam em torno de uma média de US\$ 10,2 bilhões.

Tabela 16
DÍVIDA EXTERNA PÚBLICA
Saldos em US\$ bilhões

	1979	1980	1981	1982	1983	1984
A Dívida Externa Bruta	55,8	64,2	74,0	85,3	93,6	102,0
B Reservas das Autoridades Monetárias ¹	9,7	6,9	7,5	4,0	4,6	12,0
C Dívida Externa Líquida (A-B)	46,1	57,3	66,5	81,3	89,0	90,0
D Dívida Externa Pública (E+F)	36,3	37,7	47,8	56,1	67,0	75,8
E Dívida Externa Pública Registrada	34,0	32,3	41,8	47,4	60,3	71,8
F Dívida Externa Pública Não-Registrada ²	2,2	5,4	6,0	8,7	6,7	4,1
G Dívida Externa Governo Central (H+I)	13,8	15,2	18,2	19,2	31,2	37,2
H DRME ³	8,3	9,3	12,4	9,6	11,7	10,8
I Dívida Externa exceto DRME (J+K)	5,5	5,9	5,8	9,6	19,6	26,3
J Dívida Registrada Governo Central ⁴	5,5	5,7	5,5	5,6	16,9	25,9
K Dívida Não-Registrada Gov. Central ⁵	n.d.	0,2	0,4	4,0	2,6	0,4
L Dívida Externa Líquida Gov. Central (G-B)	4,1	8,3	10,7	15,2	26,7	25,2
	1985	1986	1987	1988	1989	1990
A Dívida Externa Bruta	105,1	111,0	121,2	113,5	115,1	122,8
B Reservas das Autoridades Monetárias ¹	11,6	6,8	7,5	9,1	9,7	10,0
C Dívida Externa Líquida (A-B)	93,5	104,3	113,7	104,3	105,4	112,9
D Dívida Externa Pública (E+F)	81,9	89,2	97,6	95,3	98,1	101,7
E Dívida Externa Pública Registrada	78,7	85,3	93,1	91,0	89,5	87,0
F Dívida Externa Pública Não-Registrada ²	3,3	3,8	4,5	4,3	8,6	14,8
G Dívida Externa Governo Central (H+I)	36,3	44,4	57,4	57,9	64,1	66,6
H DRME ³	9,1	6,3	5,7	4,2	4,6	2,7
I Dívida Externa exceto DRME (J+K)	27,3	38,1	51,7	53,7	59,5	63,8
J Dívida Registrada Governo Central ⁴	27,0	37,6	47,0	52,6	54,3	51,8
K Dívida Não-Registrada Gov. Central ⁵	0,2	0,5	4,6	1,1	5,2	12,0
L Dívida Externa Líquida Gov. Central (G-B)	24,7	37,6	50,0	48,7	54,5	56,6

Fonte: Banco Central do Brasil (Boletim Especial-Séries Históricas do Setor Externo e Relatórios Anuais 1989, 1990).

(1) Conceito de Liquidez Internacional

(2) 1979: valores estimados por Bontempo (1987).

(3) Valores do Passivo do Balanço Consolidado do Banco Central de 1979 a 1981 convertido pela taxa cambial de compra em final de período.

(4) 1979 a 1981: quadro "Dívida Pública Externa Registrada" do Boletim Especial e a partir de 1982 quadros da "Dívida Líquida do Setor Público".

(5) 1979 a 1981: "Depósitos Diversos (Operações com ARLA e BOFA) do quadro Dívida Externa do Brasil e, a partir de 1982, quadro da "Dívida Líquida do Setor Público".

Os efeitos deste mecanismo para as contas públicas tornou-se relevante não somente pelos elevados custos patrimoniais para o Banco Central envolvidos nas desvalorizações cambiais de 1979 e 1983, mas também pelas articulações constituídas na presença do mecanismo para a administração dos instrumentos de política econômica. No espectro de relações entre o sistema de intermediação financeira doméstico e o financiamento externo, a ruptura de regras contratuais em fins de 1979 e no primeiro semestre de 1980 alçam o mecanismo a uma posição de grande influência na definição das políticas cambial e monetária em face de seus efeitos sobre as expectativas dos agentes econômicos.

Outra vertente no processo de estatização da dívida externa com consequências para a administração do endividamento mobiliário abre-se com o caminho forçado da repactuação dos débitos com os credores externos a partir da ruptura dos fluxos voluntários de financiamento. A concentração do processo de renegociação da dívida externa no Banco Central a partir de 1983, tornou a entidade depositária de expressiva parcela dos recursos externos dos credores e conduziu ao aumento da participação do governo central no endividamento externo.¹¹⁶ O processo de estatização da dívida externa ganharia então impulso definitivo, manifesto pelo crescimento da dívida externa do setor público em ritmo superior ao do crescimento da dívida externa líquida.

A assunção da dívida externa no Banco Central seja através da absorção de dívida originalmente privadas ou pela instituição dos depósitos de projeto - que dariam origem aos mecanismos de repasses e de adiantamentos para o refinanciamento das demais entidades públicas,¹¹⁷ instituiriam a dinâmica de transferência de recursos ao Banco Central bem como de concentração do ônus dos encargos externos para sua responsabilidade direta. Uma das formas encontradas pelo Banco Central para fazer face ao impacto patrimonial com as desvalorizações cambiais que recairiam sobre seus passivos externos foi o de elevar sua carteira de títulos públicos. Embora representando inicialmente mais uma composição de contas patrimoniais na instituição para efeito contábil, as pressões exercidas pela liberação dos fluxos correspondentes aos passivos externos acumulados exigiriam posteriormente a captação de recursos com os títulos em mercado.

A transferência doméstica de recursos determinada pela assunção do endividamento externo para o Banco Central representaria, até meados da década, um fator importante de absorção do impacto monetário gerado pelos superávits comerciais. As pressões geradas pelo refinanciamento da dívida externa, na medida em que o Banco Central passara a assumir o ônus dos pagamentos externos, e a própria gestão monetária exercida com um rigor contracionista sobre os agregados monetários, caracterizariam a evolução de um processo de substituição da dívida externa pela dívida interna.¹¹⁸ A acomodação das despesas com o aumento dos encargos da dívida externa para o Banco Central, todavia, ainda se realizaria através de um aumento da dívida interna mobiliária e pelo financiamento monetário, bem como pela redução de operações de crédito das Autoridades Monetárias.¹¹⁹

116 Sobre os condicionantes e evolução do processo de assunção do endividamento externo pelo Banco Central ver Biasotto (1988, pp. 225-236).

117 O "relending", inicialmente, assim como a posterior ampliação da sistemática representada pelo Aviso MF-30, constituíram-se nos mecanismos utilizados para a rolagem de dívidas das entidades públicas por intermédio das Autoridades Monetárias. As transformações de um esquema a outro, inclusive, manifestam além das dificuldades crescentes das entidades públicas no refinanciamento de seus passivos com os credores externos, a progressiva passagem do ônus decorrente dos encargos externos do setor público para o financiamento interno da autoridade monetária. A respeito do desenvolvimento desse processo ver Bisotto (1988).

118 Sobre a evolução das pressões do refinanciamento externo sobre as contas do Banco Central, ver Cavalcante (1988, pp. 49-58). Cabe observar que a gestão monetária seria exercida sem abrir mão do instrumental e da disposição institucional tradicional que adquirira nos anos 70.

119 Bontempo (1988) ressalta essas alternativas de acomodação do impacto monetário dos saldos comerciais como uma decorrência de que os pagamentos de encargos financeiros externos concentrados no Governo Central não contam com disponibilidades de divisas.

Cabe ressaltar, ainda no contexto desta apresentação do impacto das condições externas, dois aspectos importantes. O agravamento das condições externas imporiam forçosamente estratégias de política economia no sentido de administrar e possivelmente recompor a equação externa. A opção determinante ainda no período que antecede o fechamento do mercado voluntário de crédito para o país fora a política de desvalorização cambial, retomada novamente em 1983 pela necessidade já inevitável de ampliar os saldos comerciais para enfrentar o colapso da conta de capitais do balanço de pagamentos.

A geração de saldos positivos na balança comercial se, por um lado, propiciava o equilíbrio em transações correntes do balanço de pagamentos, por outro, implicava novamente a necessidade de administrar o impacto monetário das conversões cambiais. O recurso ao endividamento interno mobiliário retoma assim, após 1983, o elo direto de ligação com os fluxos externos do balanço de pagamentos, desta vez determinado pela absorção dos fluxos gerados pelos superávits comerciais.

Esse elo, entretanto, adquiriria outra expressão, inclusive também pela sua vinculação mais direta aos setores exportadores, na medida em que a gestão monetária vir-se-ia intermediando as pressões exercidas pelas responsabilidades assumidas direta ou indiretamente¹²⁰ com os encargos externos assumidos pelo Banco Central. Isto é, a política de endividamento interno ao absorver o impacto monetário dos saldos comerciais viabilizaria o pagamento de encargos externos assumidos pelo Banco Central.

Essa operacionalidade traria inúmeras complicações para a gestão monetária no âmbito do controle dos fluxos monetários, manifestando-se em freqüentes descontroles junto a programações realizadas desde 1984. Todavia, é importante ressaltar aquele que talvez represente o determinante mais relevante para as dificuldades de gestão no âmbito monetário e financeiro e que se traduziria na dificuldade de administrar a política de câmbio frente à política financeira interna.

Os estoques elevados de dívida externa, acompanhados do crescimento do endividamento interno, imporiam que as magnitudes dos fluxos a ela relativos fossem administrados (através de políticas de câmbio e de juros) contra as expectativas dos agentes econômicos domésticos e indiretamente contra o próprio controle do endividamento interno. A gestão das políticas de desvalorização cambial e de taxas de juros passaram a enfrentar a ameaça de fugas de capital junto ao encurtamento do horizonte de decisões dos agentes econômicos e a concentração em aplicações financeiras de elevada liquidez. Nessas condições, o controle do endividamento interno tornar-se-ia prejudicado cumulativamente pelas dificuldades de sua rolagem no mercado financeiro, pelo peso do crescimento dos encargos financeiros e pelo estreitamento de uma fonte tradicional de financiamento que era a emissão real da base monetária.

A desvalorização cambial como medida central do ajustamento externo gerou, por outro lado, desequilíbrios patrimoniais repassados por diferentes caminhos ao Banco Central. As manifestações destes desequilíbrios ocorrem tanto no espectro dos desajustes financeiros do setor público, que como apontado apareceriam inicialmente junto à área produtiva estatal e em suas relações com o Banco Central, como no espectro do comportamento e de reações dos agentes econômicos às orientações da política econômica.

O esgotamento do processo de transferência dos desequilíbrios externos ao Banco Central, que possibilitara indiretamente o financiamento de suas operações manifestar-se-ia em instabilidade econômica progressiva em matéria financeira e monetária a partir de 1985. O

¹²⁰ O mecanismo indireto referido é o que decorre da sistemática instituída pelos empréstimos-ponte (denominados Aviso GB-586, Aviso MF-30 e similares) ao refinar os débitos externos das demais entidades públicas. Esse mecanismo contaria inicialmente com pesadas transferências do Tesouro ao Orçamento Monetário. Com o comprometimento cada vez mais elevado do Tesouro/Bacen com o pagamento de encargos, inclusive os da própria dívida interna, e a inadimplência das empresas públicas aumentando a demanda sobre desses recursos, constituía-se uma fonte de pressão sobre a gestão das contas monetárias. Ver por exemplo Biasotto (1988, pp. 276-290).

agravamento dos condicionantes externos permite, portanto, distinguir dois momentos em termos de seus reflexos no instrumento de dívida pública para a década de 80. O primeiro, entre 1979 e 1984, marca o envolvimento do endividamento interno, através de sua ampliação, com a deterioração das contas externas e a progressiva concentração dos desequilíbrios financeiros externos no setor público e para a Autoridade Monetária em particular. O segundo, já num quadro de instabilidade monetária, é marcado ainda pelas pressões externas não arrefecidas do ponto de vista das elevadas transferências financeiras realizadas ao exterior, mas que se depara com o esgotamento do processo de substituição de dívida externa por dívida interna e seus desdobramentos. Estes momentos, do ponto de vista de suas repercussões na deterioração financeira das contas públicas e de sua interação com a instabilidade financeira serão tratados a seguir.

3.2 - A deterioração financeira do setor público e o endividamento interno.

Ao final dos anos 70, o setor público detinha um papel central no processo de acumulação mediante o investimento do setor produtivo estatal, bem como o apoio propiciado por diferentes mecanismos creditícios e fiscais ao investimento privado, às exportações e a setores selecionados. A realização de investimentos por parte do setor produtivo estatal dava-se, então, em condições que estimulavam fortemente o acesso a fontes externas de financiamento, bem como através da utilização das empresas numa política de controle de preços que deteriorava sua capacidade de autofinanciamento.

Além da participação de instituições oficiais de crédito (BNDES particularmente) no apoio a investimentos do setor privado, a proliferação de ampla gama de subsídios e incentivos fiscais, bem como de linhas especiais de financiamento a setores prioritários, contribuíam à sustentação de diversos segmentos da economia fragilizados pela desaceleração das taxas de acumulação. A instituição de diversos mecanismos creditícios ao amparo de contas monetárias, cujas fontes confundiam aportes fiscais, com financiamentos externos e o próprio retorno das operações (sujeitos a constantes desvalorizações), começavam a expressar dificuldades crescentes de gestão na complexa institucionalidade do Orçamento Monetário.

O processo que determinaria a fragilização financeira do setor público ocorre, portanto, tendo como marco inicial uma dinâmica do financiamento do setor público que concentrava-se fortemente na aposta da captação de recursos externos e no comprometimento futuro da capacidade de exação fiscal, as quais sustentavam suas políticas de investimento e uma participação estatal crescente na área do crédito.

A análise das contas públicas ao iniciar-se os anos 80 é dificultada pela opacidade dos registros orçamentários e pela própria complexidade presente nos dispositivos institucionais que serviam às decisões e ao controle das mesmas. Isto não impede, todavia, observar a evolução de desequilíbrios fiscais e financeiros, particularmente em vista da dinâmica que alguns dos indicadores disponíveis manifestam frente à deterioração das condições de financiamento.¹²¹

3.2.1 - A trajetória dos desequilíbrios do setor público

De acordo com informações das contas nacionais, a carga tributária bruta no início dos anos 80 aproximava-se de 25% do PIB enquanto o gasto corrente da administrações públicas era da ordem de 21% do PIB. O investimento das administrações públicas dos três níveis de governo alcançava 2,4 % do PIB, conforme Tabela 17.

¹²¹ O quadro da deterioração financeira do setor público que aqui procuramos delinear tem como referenciais para a análise os trabalhos de Tavares (1978), Baptista (1990), Baer (1993), Carneiro (1991) e Giambiagi (1989).

Tabela 17
CONTA-CORRENTE E FORMAÇÃO DE CAPITAL FIXO DO GOVERNO CONSOLIDADO

Em % do PIB

ANOS	RECEITA TRIBUTÁRIA	OUTRAS RECEITAS CORRENTES	TRANSFERÊNCIAS PARA CONSUMIDORES		
	DISPONÍVEL	LÍQUIDAS	ASSISTÊNCIA E PREVIDÊNCIA	ENCARGOS DA DÍVIDA INTERNA	SUBSÍDIOS
	(A)	(B)	(C)	(D)	(E)
1980	24,6	-1,0	7,7	0,8	3,7
1981	24,8	-1,1	8,3	1,1	2,7
1982	25,7	-1,3	8,7	1,1	2,5
1983	25,8	-1,6	8,6	1,7	2,7
1984	22,8	-0,8	8,1	2,5	1,7
1985	22,5	-0,9	7,2	3,3	1,6
1986	25,3	-2,0	8,0	3,6	1,5
1987	23,3	1,0	7,5	3,1	1,6
1988	21,8	2,7	7,1	3,1	1,2
1989	21,8	4,1	7,5	6,0	1,9
1990	27,1	3,5	8,2	1,9	1,7

ANOS	CONSUMO		POUPANÇA CORRENTE	FORMAÇÃO BRUTA CAPITAL FIXO	SALDO
	PESSOAL E ENCARGOS	BENS E SERVIÇOS			
	(G)	(H)	(I=F-G-H)	(J)	(K=I-J)
1980	6,3	2,9	2,3	2,4	-0,1
1981	6,5	2,9	2,3	2,6	-0,3
1982	7,2	3,0	1,8	2,4	-0,5
1983	6,8	3,1	1,3	1,9	-0,6
1984	5,9	2,8	1,1	2,0	-0,9
1985	6,9	2,9	-0,4	2,3	-2,7
1986	7,4	3,5	-0,7	3,0	-3,7
1987	7,7	4,4	-0,1	3,1	-3,2
1988	7,9	4,7	0,5	3,2	-2,7
1989	9,7	4,6	-3,7	2,9	-6,6
1990	10,4	5,1	3,4	3,5	0,0

FONTES: Contas Nacionais / Conta Governo - FGV/IBRE/CEF (até 1987) e FIBGE/DECNA (1987/1988); PIB - FIBGE (1993).

Nota: Compreende contas dos governos central, estaduais e municipais. Abrange administração central e descentralizada, inclusive sistema de previdência social e fundos patrimoniais dos trabalhadores (FGTS, PIS/PASEP), exclusive Banco Central e empresas.

Receita Tributária = receita de tributos pelo regime de competência (arrecadação bancária).

Outras Receitas Correntes Líquidas = outras receitas correntes brutas (inclusive receitas de transferências de capital e outras receitas de capital) menos despesas com transferências intragovernamentais, ao setor privado e ao exterior (inclusive encargos da dívida externa).

transferências para assistência e previdência = inclui despesas com pessoal inativo (servidores aposentados) e, no governo central, com aposentadorias e pensões da previdência social.

Encargos da Dívida Interna = despesas com juros, comissões, ágios e outros encargos, inclusive com títulos públicos em carteira do banco central exclusive correção monetária do principal e acréscimo cambial, computadas como encargos nas Contas Nacionais (estimativas em 1987-88).

O segmento das administrações públicas, composto das entidades de governo como apresentado no conceito de contas nacionais, manifestavam no início da década algum distanciamento em relação aos percalços financeiros que se acentuariam com a presença dos elevados passivos externos então concentrados no setor produtivo estatal e com a dinâmica de instabilidade financeira que emergiria da intensa utilização de uma de suas fontes diretas de financiamento, a dívida mobiliária.

Cabe apontar os reflexos das políticas de ajuste externo, que desde o início da década influenciaram a condução da política fiscal neste segmento das administrações públicas. Primeiro, a perda de dinamismo da economia, a partir das políticas recessivas, e, posteriormente, a conversão do sistema produtivo ao "drive exportador", impuseram uma importante subtração de receitas fiscais. A escolha de instrumentos monetários para promover a política de ajustamento externo, numa primeira fase até 1982, não traria mudanças de maior profundidade na área fiscal. Posteriormente medidas concentradas na contenção de despesas correntes e no corte indiscriminado de investimento procurariam realizar os ajustes de maior intensidade do saldo

dos gastos, já na vigência dos acordos negociados como o FMI. O agravante principal da conjunção das medidas de ajuste viria, entretanto, da trajetória declinante que a arrecadação passaria a apresentar em virtude do estreitamento da base de tributação, da recessão e da alta inflação.

A carga tributária enfrentou dificuldades crescentes para manter-se no patamar observado nos anos 70. Apesar dos aumentos sucessivos dos tributos diretos que compensaram de início, a perda de arrecadação nos tributos indiretos, mais suscetíveis à retração da atividade econômica, e mesmo com a retomada do nível de atividades em 1984, a carga tributária reduz-se a um patamar abaixo dos 23% do PIB em meados da década. O crescimento alicerçado no desempenho da agricultura e bens industriais voltados à exportação, inclusive pela ampliação de isenções e benefícios fiscais, apresentam-se como efeitos do ajuste externo e dos entraves gerados pela restrição externa num estreitamento da base de arrecadação.

Já na segunda metade dos anos 80, tentativas de recuperar a arrecadação frente a condições econômicas adversas esbarrariam em diferentes entraves estruturais. As perdas de arrecadação com a escalada inflacionária contribuiria como um desses fatores determinantes (efeito Oliveira-Tanzi). Numa primeira etapa, pela elevação dos patamares de inflação na ausência de mecanismos efetivos de indexação tributária e, após 1986, pelos surtos de aceleração inflacionária que se seguem aos choques econômicos e que tornariam imperfeitos os mecanismos que procuram evitar essas perdas, que incluem, além da indexação, o encurtamento de prazos e a sistemática de arrecadação em bases correntes.

A queda da carga tributária líquida, em ritmo superior à queda da carga bruta, aponta o outro aspecto importante dos reflexos das políticas de ajuste empreendidas e o caminho percorrido pela manifestação da crise do endividamento junto às administrações públicas. A redução dos subsídios fiscais, bem como o corte indiscriminado de despesas de custeio e investimento, ambas não compensam a elevação paulatina dos juros da dívida interna que ocorre no período até 1985. Dois determinantes relevantes manifestam-se quanto à fragilidade das medidas do ajuste fiscal empreendidas após 1983 e que repercutiriam com maior intensidade no período seguinte.

Primeiro, os efeitos da contenção na política de subsídios revelavam-se insuficientes para solucionar dificuldades que se acumulavam no Orçamento Monetário pela gestão de contas ativas e passivas agravadas pela assunção do endividamento externo. De um lado, a contenção dos subsídios fiscais diretos, retratados pelas "contas nacionais" manifestaria, em boa parte, as restrições impostas pela conjuntura recessiva e a sua reorientação aos setores atrelados à geração do saldo exportador.

De outro lado, conforme Bontempo (1988), o cômputo de desembolsos líquidos das Autoridades Monetárias com operações de crédito favorecidas, o que incluiria também transferências ao setor público para sustentar políticas de preços e tarifas públicas, e a sua participação em esquemas de capitalização para assegurar o pagamento de encargos externos, ofereceria resultados conflitantes com a queda observada pelos subsídios fiscais contabilizados pelo critério de contas nacionais. Nesse sentido, um aspecto importante no processo de deterioração financeira que alcançaria as administrações de governo é o de que os ajustes realizados até 1984 compreendem, ainda, o amparo de instrumentos e operações realizadas nas Autoridades Monetárias que restringem o alcance dos ajustes empreendidos em virtude de seu próprio envolvimento com um processo de endividamento crescente repassado ao âmbito federal.

A transferência do ônus da rolagem da dívida externa e o aparecimento de diversos mecanismos, buscando dar conta das dificuldades financeiras das demais entidades do setor público sob a guarda do Orçamento Monetário, revelam, talvez melhor, o fato de que na ausência de soluções frente ao agravamento da crise externa, sua expressão é a de um adiamento em curso de suas repercussões no plano fiscal. Adiamento que reflete ainda a manutenção de uma estratégia de financiamento, calcada na operacionalidade do endividamento interno e na

margem de manobra favorecida pelas transferências de recursos do endividamento externo para a alçada do Banco Central.

Após a mudança de governo em 1985, o comportamento de contas das administrações públicas apresentam tendência ao crescimento das despesas correntes. A trajetória ascendente nas despesas correntes (isto é, pelos gastos com pessoal e demais despesas de custeio) e o estancamento do nível de receita (exceto para 1986) em patamares reduzidos, imprime um estreitamento dos resultados primários. É importante salientar ainda que até 1984 estes resultados vinham gerando transferências na órbita federal do Tesouro para o orçamento monetário, amortecendo o impacto dos desajustes patrimoniais.

A descompressão de despesas e um movimento de descentralização progressiva das receitas, com aumento de transferências para as demais órbitas de governo, acentuaram os problemas financeiros concentrados na administração central de governo. Mudanças no plano institucional e a Constituição de 1988, embora trouxessem maior transparência às contas públicas e um sentido de melhor distribuição de recursos no âmbito das relações federativas, coincidiriam com a presença de estrangulamentos financeiros elevados enfrentados na órbita federal. O acúmulo de pressões sobre a execução orçamentária conduziriam o governo federal a uma situação de extrema fragilidade financeira junto à aceleração inflacionária e ao agravamento nas condições de rolagem do endividamento interno.

O outro determinante da fragilidade das medidas de ajuste fiscal empreendidas desde 1981 diz respeito ao próprio endividamento interno e às suas repercussões nas entidades de governo. A elevação dos encargos financeiros com juros da dívida interna no critério de contas nacionais ao longo do período 1981 a 1985 (ver Tabela 17) reflete, grosso modo, o impacto do crescimento dos vencimentos devidos às colocações líquidas de títulos públicos realizadas desde 1981 e das taxas de juros mais elevadas praticada ao longo do período, fatores cuja evolução analisaremos mais detidamente nas próximas seções. O peso crescente dos encargos financeiros da dívida mobiliária nos desequilíbrios fiscais correntes contribui decisivamente para as restrições financeiras enfrentadas pelo governo federal a partir de 1985.

A imprecisão dos registros e as alternativas para a estimativa do peso dos encargos não deixam de transparecer as dificuldades que se apresentam com a estratégia de manter uma política de endividamento interno num esquema de giro ampliado da primeira metade dos anos 80. O determinante do crescimento do estoque de dívida mobiliária interna é inequívoco no sentido de sua utilização na cobertura de desequilíbrios financeiros que recaem sobre o setor público como um todo. Todavia, esse crescimento confunde-se com a operacionalidade a que fora conduzida para fins da política monetária em políticas econômicas anteriores e que seria retomada com vigor ao final de 1980. A intensa utilização do instrumento de dívida pública para promover a contração monetária e creditícia com vistas à "política de ajuste voluntário do balanço de pagamentos", antes da ruptura definitiva do influxo de financiamentos externos e no sentido ainda de acelerar a captação desses recursos, é um momento relevante na configuração da opção pelo mecanismo de endividamento interno em títulos e de seus desdobramentos.

A convergência dos fatores contidos no agravamento do quadro macroeconômico para os diversos segmentos do setor público recaiu sobre o endividamento interno na forma de uma rápida recomposição inicial e uma tensão contínua para a elevação do estoque de títulos públicos em poder do mercado. Esses fatores convergentes seriam: os próprios desequilíbrios financeiros e fiscais no setor público consolidado, o processo de substituição da dívida externa por dívida interna pela assunção dos ônus do passivo externo no Banco Central, a absorção do impacto monetário da geração de expressivos superávits comerciais para a cobertura das despesas financeiras externas, e, ainda, a progressiva instabilidade monetária e financeira. Esses fatores apresentam-se como condicionantes gerais do processo de endividamento e de deterioração das fontes de financiamento público. Procuraremos aqui observar algumas de suas manifestações junto à dívida mobiliária.

Os desequilíbrios financeiros do setor público consolidado, concentrados de forma relevante nas empresas estatais, apresentavam-se elevados já no início dos anos 80, conforme

estimativas do Banco Central para o critério de necessidades de financiamento do setor público.¹²² A partir de 1983 há uma contração significativa dos resultados operacionais globais do setor público que perdurariam até 1986. A participação para esses resultados dos encargos financeiros externos e internos, decorrentes do endividamento em geral, permanecem elevados e ascendentes, especialmente até 1985, conhecendo alguma retração apenas na segunda metade dos anos 80 já acompanhado, no entanto, da tendência ao reaparecimento de déficits primários.

Tabela 18
NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO

Em % do PIB

Período	Operacional	Encargos	Primário	Encargos Externos	Encargos Internos	Governo Central	Governos Estaduais Municipais	Empresas Estatais	Previdência Social e Agências Descentral.
1980	6,8	3,6	3,2	1,5	2,1	nd	nd	nd	nd
1981	6,3	4,0	2,3	2,0	2,0	1,8	1,4	2,9	0,1
1982	7,3	5,4	1,9	2,3	3,1	2,2	1,5	3,6	0,0
1983	4,4	6,0	-1,6	2,8	3,2	1,1	0,3	2,9	-0,1
1984	2,7	6,8	-4,1	3,4	3,4	1,8	-0,4	1,1	0,0
1985	4,4	7,0	-2,6	3,0	4,0	1,4	0,9	2,3	-0,3
1986	3,6	5,2	-1,6	2,6	2,6	1,6	0,9	1,4	-0,3
1987	5,7	4,7	1,0	2,3	2,4	3,1	1,6	0,9	0,1
1988	4,8	5,7	-0,9	2,3	3,4	3,3	0,4	1,0	0,1
1989	6,9	6,0	0,9	1,6	4,4	3,7	0,6	2,4	0,2
1990	-1,2	3,5	-4,7	1,5	1,8	-2,4	0,4	0,6	0,2

Fonte: 1980 a 1984 = Giambiagi, IPEA (1989).

1985 a 1990 = Banco Central (Relatório 1990).

Obs: Juros Externos conforme estimativa de Giambiagi (1991), Juros Internos obtidos por resíduo.

nd - não disponível.

A concentração progressiva dos desequilíbrios financeiros para as entidades centrais de governo (Tesouro e Autoridade Monetária) transparecem na evolução dos resultados operacionais dos diversos segmentos do setor público, assumindo aquelas a partir de 1987 um peso mais relevante.

O conceito de Dívida Líquida do Setor Público, além da evolução do nível de endividamento global, retrata a influência dos movimentos de substituição de dívida externa pela dívida interna, e da concentração do endividamento na órbita do governo federal.

¹²² Cabe lembrar que o critério de Necessidades de Financiamento do Setor Público, que sofreu sucessivas transformações em sua abrangência e na composição de contas ao longo dos anos 80, tem como característica básica a mensuração das variações dos saldos de obrigações e haveres financeiros pela mensuração "abaixo da linha". A apuração dos resultados dos fluxos de receitas e despesas "acima da linha" sempre se apresentou como uma dificuldade na prática intransponível, razão pela qual, inclusive, o critério se consolidou como medida do déficit público. A mensuração pelo lado de haveres e obrigações financeiras traria embutidos, por outro lado, dificuldades à apuração e à análise com os fatores que influenciam a valoração de dívidas como a correção monetária, as variações cambiais, o cálculo dos encargos, etc, além das manifestações de movimentos cruzados de substituição de diferentes modalidades de dívida.

Tabela 19
DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO

Em US\$ bilhões

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Dívida Total	86,6	96,8	104,4	119,0	140,2	157,8	153,8	187,7	165,7
Governo Federal	23,5	35,8	40,7	43,7	56,7	75,0	61,9	89,9	63,2
Estados e Município	14,5	12,0	12,7	16,0	18,7	19,8	21,8	27,6	33,7
Empresas Estatais	48,6	48,9	50,9	59,3	64,9	62,9	70,1	70,2	68,8
Dívida Interna	38,5	32,8	41,3	49,1	58,4	60,6	69,5	99,8	74,5
Governo Federal	7,8	8,6	14,9	17,0	19,1	10,6	13,1	35,4	7,0
- Dívida Mobiliária	19,4	14,7	20,0	26,5	24,0	30,5	41,3	65,5	13,1
- Demais ¹	(11,6)	(6,1)	(5,1)	(9,5)	(5,0)	(20,0)	(28,1)	(30,1)	(6,1)
Estados e Município	11,5	9,0	9,3	11,3	13,5	16,5	17,2	23,5	29,2
- Dívida Mobiliária	4,1	2,7	2,7	3,2	4,1	5,6	5,0	10,6	9,3
- Demais ¹	7,4	6,3	6,6	8,1	9,4	10,9	12,2	12,9	19,8
Empresas Estatais	19,3	17,2	17,2	20,8	25,8	33,5	39,2	40,9	38,3
Dívida Externa	48,1	62,0	63,0	69,9	81,8	92,0	84,3	87,9	91,2
Governo Federal	15,7	27,2	25,8	25,8	37,6	50,0	48,7	54,5	56,2
Estados e Município	3,0	3,0	3,5	4,7	5,1	4,9	4,6	4,1	4,6
Empresas Estatais	29,4	31,7	33,7	39,3	39,1	37,1	30,9	29,3	30,5

Fonte: Banco Central (Relatório Anual, 1990 e 1991) e Brasil Programa Econômico (vários números).

(1) Inclui Avisos MF-30 e similares, Dívida Bancária, Depósitos no Banco Central, Base Monetária, etc.

Entre 1983 e 1985 o setor público já acumulara um elevado nível de endividamento externo e interno, tendo atingido a casa dos US\$ 104 bilhões em 1984. Segundo estimativas de Silvio Rodrigues Alves (ver Tabela 20), a carga de juros que recaía sobre as diferentes formas de endividamento chegavam a cerca de 7,2% do PIB em 1984. A contribuição da dívida mobiliária no âmbito do governo federal para essas despesas montava a 1,7% do PIB.

Na segunda metade dos anos 80 a carga de juros global é reduzida pela combinação de diferentes fatores. Refletindo a queda das taxas nominais nos mercados financeiros internacionais e a adoção entre 1986 e 1987 de uma política monetária mais flexível, as taxas de juros internas e externas são reduzidas. A partir de 1988 a tendência é revertida nos juros externos embora não alcance os níveis anteriores a 1986. Do lado dos juros internos, já na presença dos efeitos dos choques e de surtos de aceleração inflacionário, a correção monetária inferior às taxas de inflação contribuem decisivamente para a contenção das taxas reais de juros internos.¹²³ A apreciação cambial nesse período tem também um peso relevante na redução do grau do endividamento: embora em termos absolutos os valores da dívida líquida elevem-se no período, a sua expressão é reduzida em termos da moeda nacional, efeito que se verifica particularmente nos passivos externos.

¹²³ Sobre os movimentos das taxas de juros, correção monetária e da taxa efetiva de câmbio como um determinante sobre o espectro do endividamento global do setor público ver Baptista (1990, pp. 21-28). A evolução das taxas de juros especificamente para a dívida mobiliária são retomados nas duas últimas seções que tratam da interrelação da política econômica e o instrumento de dívida pública.

Este alívio propiciado pela redução da carga de juros não se reflete em redução dos déficits, que alcançam um patamar superior na segunda metade dos anos 80 e crescente de 1986 em diante. Aqui o agravamento das condições de financiamento público passa a transparecer com toda a sua intensidade pela sobrecarga sobre os instrumentos tradicionais de financiamento, que se manifesta na reduzida participação da base monetária e nas dificuldades recorrentes com o refinanciamento do estoque de títulos públicos.

A estimativa da composição e da representatividade do endividamento externo e interno, pertinente à observação dos encargos financeiros do endividamento global, serve para retratar também um aspecto peculiar da dívida mobiliária entre as demais formas de endividamento. Junto à elevada carga de juros do setor público, para a qual contribui, deve-se considerar as elevadas despesas de correção monetária (e cambial) embutidas em seu refinanciamento. Estas despesas, embora não transpareçam necessariamente num acréscimo de dívida, só têm o seu refinanciamento garantido se as condições de colocação dos títulos (em termos de rentabilidade, prazos etc.) são atendidas por uma demanda estável de títulos em mercado. Essa peculiaridade é relevante no sentido de que as pressões concorrentes para um aumento do endividamento interno, inclusive pela substituição de dívida externa, encontram particularmente nessa modalidade de endividamento os entraves constitutivos do mercado de títulos públicos, bem como deparam-se com o condicionante estrutural do processo de desmonetização da economia.

Tabela 20
ENCARGOS FINANCEIROS DO SETOR PÚBLICO

Período	Em % do PIB				
	Dívida Interna	Dívida Externa	Total	Governo Central	Dívida Mobiliária Federal
1983	3,01	3,70	6,71	2,18	0,91
1984	3,30	3,90	7,19	2,64	1,14
1985	3,44	3,47	6,91	2,74	1,68
1986	2,23	2,89	5,12	1,62	0,79
1987	2,17	2,17	4,79	1,55	0,53
1988	2,88	2,85	5,73	2,29	1,28

Fonte: DEPEC/Banco Central (1989), mimeo.

OBS: Calculados a partir do estoque médio por taxas estimadas, exceto para a Dívida Mobiliária obtida a partir do custo operacional efetivo.

Buscando sumarizar os aspectos apontados na deterioração financeira do setor público, cabe observar a convergência para a gestão da dívida mobiliária dos desequilíbrios oriundos do elevado grau de endividamento a que o setor público expunha-se já no início da década. De um lado, a necessidade de fazer frente aos pagamentos externos pela transferência de recursos reais ao exterior impôs a adaptação do setor público a condições macroeconômicas restritivas que se refletiriam na tendência declinante das receitas e na necessidade de viabilizar a aquisição de divisas geradas pelos superávits comerciais do setor privado. Frente aos desequilíbrios financeiros acumulados e às restrições creditícias, o setor público valia-se ainda de esquemas de financiamento pré-crise cambial, alimentados pela transferência de dívida externa para o Banco Central e de uma crescente participação do instrumento de dívida pública no bojo de políticas econômicas restritivas da primeira metade dos anos 80.

De outro lado, a interface da gestão deste instrumento com a adaptação dos agentes econômicos às novas condições macroeconômicas num contexto inflacionário traria uma presença marcante dos títulos públicos junto a um quadro de instabilidade financeira já evidente em meados dos anos 80 e que alimentaria os próprios desequilíbrios financeiros do setor público. Antes de examinarmos esse envolvimento e a influência das diretrizes de política econômica, cabe apontar a trajetória da dívida mobiliária nos anos 80 bem como algumas de suas características.

3.2.2 - Algumas observações sobre indicadores da evolução da dívida mobiliária

A análise com base na observação direta de registros da dívida mobiliária é dificultada pela diversidade de fatores que influenciam em cada momento o seu comportamento, seja pela sua interação imediata com fatores de política monetária, seja pelas limitações presentes nos próprios registros, agravados pela convivência com elevadas taxas de inflação e a atualização de valores. Em vista de uma identificação dos principais movimentos na expansão do endividamento mobiliário, procuraremos aqui contornar, em parte, essas dificuldades através do exame da expressão de seu estoque médio em relação ao PIB, da evolução dos valores reais das posições em final de período e tecer alguns comentários, apesar das limitações, da manifestação em registros disponíveis dos fluxos de recursos movimentados. Com estas observações, procuramos situar o leitor num quadro geral dos movimentos de expansão e contração do endividamento mobiliário, preparando a consideração de suas relações com a evolução da política econômica e a instabilidade financeira.

O estoque de títulos federais apresentou crescimento expressivo ao longo dos anos 80. A taxa de expansão sobre o PIB alcança no período 19,4% a.a., contrastando com a taxa anual de 4,6% a.a. verificada entre 1970 e 1979 para o estoque total em circulação (desconsiderando-se o ano de 1980). Para os títulos em poder do público, os anos compreendidos na comparação para a última década apresentaram uma expansão de 14,2% a.a. frente a 4,4% no período anterior.

A tabela abaixo permite observar que o estoque de títulos em circulação (público e carteira do Banco Central) em relação ao PIB teve aumento correspondente a cinco vezes a posição de 1980. Parte desse aumento ocorreu na carteira do Banco Central notadamente com a explicitação da crise cambial que, no sentido de evitar desequilíbrios patrimoniais na instituição, exigiu a emissão de títulos como lastro aos passivos externos assumidos ou devido aos efeitos de desvalorizações cambiais. A estes efeitos, mais acentuados em 1982 e 1983, somariam-se mudanças no plano institucional, como da separação das funções de autoridade monetária nas relações entre Banco Central e Banco do Brasil com o fim da Conta Movimento e com efeitos decorrentes da transferência dos programas financeiros para o Tesouro desde 1986 até sua inclusão definitiva no OGU em 1988.¹²⁴

O estoque médio de títulos em poder do público em relação ao PIB apresenta até 1989 elevação de cerca de três vezes frente à relação em que se encontrava em 1980. Partindo de 4,2% do PIB, magnitude que como já apontamos a colocava em patamares próximos ao do início da década de 70, ela atinge rapidamente 10,6% do PIB em 1985, saltando posteriormente para 15% do PIB em 1989.

¹²⁴ Para 1988, sob o efeito do Decreto Lei 2376, há uma substantiva emissão de títulos que consolidaria os acertos entre Tesouro, Banco Central e Banco do Brasil pelas mudanças institucionais realizadas. O valor dessa emissão não foi incorporado no registro representado pela tabela acima. Os títulos emitidos seriam as Letras do Tesouro Nacional, série especial (LTN-E) que teriam como rendimento apenas o indexador oficial e um cronograma de vencimentos de 20 anos. Os títulos serviriam mais a um acerto de contas nas relações institucionais entre Tesouro e Banco Central, não circulando junto ao público, mas teriam uma expressão patrimonial relevante para as contas da autoridade monetária. O mesmo decreto lei determinou a contabilização das contas do Banco Central pelo regime de competência e deram ensejo à apropriação contábil dos resultados do Banco Central para o Tesouro.

Tabela 21
DÍVIDA MOBILIÁRIA INTERNA FEDERAL
SALDOS MÉDIOS

PERÍODO	CARTEIRA DO BANCO CENTRAL ¹	EM PODER DO PÚBLICO	Em % do PIB
			TOTAL
1980	0,9	4,2	5,1
1981	1,6	5,7	7,3
1982	3,3	7,7	11,0
1983	7,4	6,3	13,7
1984	7,3	7,0	14,3
1985	6,0	10,6	16,6
1986	11,4	9,4	18,4
1987	15,3	10,4	19,1
1988	10,9	13,0	22,5
1989	12,3	15,0	27,3
1990	19,3	4,8	24,1

Fonte: Banco Central (Boletins Mensais, vários números).

Obs: média aritmética dos saldos mensais no período.

(1) Não inclui LTN especiais do DL 2376.

A periodização em termos de taxas médias do incremento anual sobre o PIB permite observar os movimentos ocorridos no estoque de dívida mobiliária frente à evolução de seus principais condicionantes. O corte desses períodos foi realizado tendo em conta, primeiro, as observações sobre os condicionantes estruturais antes apontados e, segundo, suas relações com a influência de diretrizes de política econômica ou com determinantes mais salientes de sua gestão que serão tratados nas duas últimas seções.

Tabela 22
DÍVIDA MOBILIÁRIA INTERNA FEDERAL
SALDOS MÉDIOS

Taxas de variação do estoque médio sobre o PIB

Período	EM PODER DO PÚBLICO	TOTAL ¹	Período	EM PODER DO PÚBLICO	TOTAL ¹
	taxa anual			taxa média anual	
1979	-12,8	-12,4	1979-80	-24,5	-21,2
1980	-34,6	-29,0			
1981	36,1	43,0	1985-81	6,4	33,4
1982	35,8	50,3	1981-82	35,9	46,6
1983	-18,6	24,4	1983-85	7,0	25,0
1984	11,0	4,4			
1985	51,4	15,8	1986-89	16,4	13,8
1986	-11,1	10,9			
1987	10,0	3,9	1986	-11,1	10,9
1988	25,3	18,1	1987-89	16,7	14,1
1989	15,3	21,2			
1990	-67,8	-11,6			

Fonte: Banco Central (Boletins Mensais, vários números).

Obs: média aritmética dos saldos mensais no período.

(1) Não considera LTN especiais do DL 2376 introduzidas a partir de 1988.

Através deste quadro, verifica-se entre 1981 e 1982 o forte crescimento que se seguiria à contração realizada em anos anteriores. O uso intensivo do instrumento de dívida pública no bojo de uma política econômica contracionista determina essa expansão. Entre 1983 e 1985, as

menores taxas apresentadas encobrem fortes oscilações ocorridas dentro do período. É um momento relevante, como veremos, pelo quadro de instabilidade predominante e pela instrumentalização da política de financiamento overnight que consolida características de gestão que perdurariam para o restante da década.

A remonetização da economia propiciada pelo Plano Cruzado manifesta-se na contração do estoque em poder do público em 1986. A saída do Plano impôs todavia uma recomposição acelerada da dívida em poder do mercado. Entre 1987 e 1989, as taxas de crescimento embutem já os graves problemas enfrentados pelo seu refinanciamento frente à deterioração das condições de financiamento do setor público e a disseminação generalizada da moeda indexada com lastro em títulos públicos.

A Tabela 23 dá a dimensão das variações reais do estoque de dívida mobiliária observadas pelas posições em final de período. As variações apresentam-se aqui mais acentuadas ao refletirem movimentos que alcançam maior intensidade em posições de final de exercício, como a sazonalidade dos fatores de expansão monetária, fluxos derivados de necessidades orçamentárias e de ajustes nas contas patrimoniais, ou também pela própria sensibilidade dos valores registrados frente ao comportamento da inflação e que encerram diferentes problemas a uma análise direta, como os decorrentes da incidência de atualização monetária.

Tabela 23
DÍVIDA MOBILIÁRIA INTERNA FEDERAL

Saldo em Final de Período

ANOS	em CR\$ mil		em Cr\$ mil de 1990		variação ano anterior	
	EM PODER DO PÚBLICO	TOTAL	EM PODER DO PÚBLICO	TOTAL	EM PODER DO PÚBLICO	TOTAL
1980	620,9	847,8	2491,2	3401,2	-	-
1981	2169,8	3087,9	4465,9	6355,5	79,3	86,9
1982	4866,0	7863,0	4950,6	7999,7	10,9	25,9
1983	9523,0	25437,0	3104,4	8292,3	-37,3	3,7
1984	53081,0	90277,0	5276,5	8974,0	70,0	8,2
1985	258489,0	402733,0	7498,2	11682,4	42,1	30,2
1986	359219,0	905032,0	6473,9	16310,7	-13,7	39,6
1987	2292575,0	6657964,0	7767,3	22557,5	20,0	38,3
1988	31527447,0	74859114,0	8770,8	20825,5	12,9	-7,7
1989	706623000,0	1533994000,0	9305,3	20200,7	6,1	-3,0
1990	2212236000,0	17908464000,0	2212,2	17908,5	-76,2	-11,3

Fonte: Banco Central.

(1) Valores deflacionados pelo IGP-DI centrado em final de período.

O deflacionamento do estoque médio pelo deflator implícito do PIB oferece, talvez, uma melhor perspectiva dos movimentos dos estoques reais de dívida no período considerado, afastando, além disso, a hipótese de que a contração real do produto interno tenha um peso estatístico relevante na expressão das taxas de crescimento antes observadas.¹²⁵

No tocante aos fluxos, o quadro Movimento de Recursos, embora com as sérias limitações analíticas já apontadas no capítulo II e mais prejudicado pelo contexto de elevada inflação, oferece uma perspectiva da manifestação das transações primárias com títulos públicos na conta Operações de Crédito da União junto ao Banco Central. Note-se que boa parte da

¹²⁵ A constatação não inválida, evidentemente, considerações sobre a tendência estrutural de uma expansão do endividamento frente ao declínio ou a retração apresentada pelas taxas de acumulação. Apenas corrobora a observação de um crescimento real não magnificado na expressão pela queda do produto real.

expressividade dos valores captados pela emissão de títulos nesta série corresponde à formação de lastro aos passivos externos como em 1983 e a emissão de LBC em 1986 e 1987.¹²⁶

O quadro, embora se apresente como o próprio reflexo da confusa disposição institucional do instrumento da dívida mobiliária nas contas da Autoridade Monetária, é um dos poucos registros diretos pelos fluxos do aumento do giro da dívida pública em seus vencimentos, da elevação da captação de recursos e dos encargos rolados ou cobertos com recursos orçamentários durante os anos 80. A partir do Decreto Lei 2376 determinou-se o regime de apropriação por competência para a contabilização da dívida e demais rubricas nas contas do Banco Central, além da transferência da gestão das operações primárias para o Tesouro o que extingiria esta forma de cômputo das transações com títulos públicos em 1987 e só então permitiria maior precisão na avaliação dos fluxos financeiros.

Tabela 24
DÍVIDA MOBILIÁRIA
MOVIMENTO DE RECURSOS

Em NCz\$ mil								
	EMIÇÃO BRUTA	RESGATE	EMIÇÃO LÍQUIDA	ENCARGOS	COLOCAÇÃO LÍQUIDA	COBERTURA DE ENCARGOS ORÇAMENTO	RESSAR- CIMENTOS	RECURSOS LÍQUIDOS(2)
	A	B	C=A-B	D	E=C-D	F	G	H=E+F+G
1980	784	611	173	115	58	36	11	105
1981	2202	995	1207	295	912	38	14	964
1982	4647	2931	1716	1049	667	101	22	790
1983	10649	5804	4845	2702	2143	181	33	2357
1984	32596	21014	11582	11326	256	1815	119	2190
1985	300165	208971	91194	63712	27482	5400	773	33655
1986	1104739	908402	196337	125974	70363	62250	626	133239
1987	3214263	2212123	1002140	669663	332477	25295	1220	358992
em % do PIB								
1980	6,3	4,9	1,4	0,9	0,5	0,3	0,1	0,8
1981	9,0	4,1	4,9	1,2	3,7	0,2	0,1	3,9
1982	9,4	5,9	3,5	2,1	1,3	0,2	0,0	1,6
1983	9,3	5,1	4,2	2,4	1,9	0,2	0,0	2,1
1984	8,8	5,7	3,1	3,1	0,1	0,5	0,0	0,6
1985	21,6	15,1	6,6	4,6	2,0	0,4	0,1	2,4
1986	30,1	24,7	5,3	3,4	1,9	1,7	0,0	3,6
1987	27,8	19,1	8,7	5,8	2,9	0,2	0,0	3,1
médias								
65-70	2,3	0,9	0,7	0,2	0,6	0,0	0,0	0,6
71-80	8,3	6,5	1,8	0,9	0,9	0,2	0,0	1,1
81-87	16,6	11,4	5,2	3,2	2,0	0,5	0,0	2,5

Fonte: Relatórios Anuais do Banco Central (1974, 1979, 1980, 1985 e 1987).

Notas: As informações constam dos registros apresentados na conta "Movimento de Recursos". Buscou-se aqui apenas simplificar a sua apresentação, as características originais do registro impõem todavia restrições a apreensão dos encargos reais, tendo aqui uma expressão indicativa.

Emissão Bruta = Subscrição Bruta e ágios para as ORTN e valor líquido de colocação das LTN.

Resgate = Principal mais Correção Monetária das ORTN e despesas com o valor líquido (de colocação) das LTN

Encargos = para as ORTN consideram-se juros, comissões, deságios; a partir de 1980 inclui acréscimos cambiais. Para as LTN consideram-se as despesas com descontos no vencimento.

OBS: em 1986 e 1987 constam transferências de recursos ao Tesouro Nacional de, respectivamente, NCz\$ 166.638 mil e NCz\$ 380.432 mil.

Entretanto, observe-se o salto das emissões brutas realizadas a partir de 1981 resultando no aumento das colocações líquidas. Estas emissões voltam a apresentar outro salto significativo em 1985 decorrente principalmente de uma elevação brutal dos resgates realizados, o que indica

¹²⁶ Elevados valores de emissão e captação em 1986 e 1987 refletem também o efeito contábil da não correção das ORTNs durante a vigência do Plano Cruzado junto ao normativo que estabelecia o lastreamento das LBC.

uma concentração de vencimentos dos títulos neste ano. Embora, como já salientamos em outra oportunidade, tratem-se de registro das operações primárias, não refletindo o resultado do volume de compras e vendas em operações secundárias realizadas pelo Banco Central, ele manifesta o processo de endividamento mobiliário acelerado da primeira metade dos anos 80. A partir de 1985 o giro da dívida mobiliária, no que diz respeito a colocação dos novos títulos emitidos, torna-se elevado o que também contribui para dificultar a administração de sua rolagem diária em mercado.

As colocações líquidas têm também uma expressão elevada entre 1981 e 1983, voltando a apresentar resultados bem mais elevados a partir de 1985. A interpretação destas como o registro apropriado para dimensionar a captação de recursos oriunda da dívida mobiliária é, todavia, prejudicada pelas suas próprias limitações dos registros em vista da opacidade de ajustes feitos junto à carteira do Banco Central e da própria evolução da inflação que distorce as magnitudes reais de captações realizada em diversos momentos do ano.

Cabe observar que o expressivo valor que se apresenta para 1988 na Tabela 25 reflete os valores divulgados pela Secretaria do Tesouro Nacional para aquele ano. Há aí, todavia, a peculiaridade de que trata-se do primeiro ano da transferência da gestão dos fluxos financeiros para o Tesouro e que coincide com a emissão de títulos de sua responsabilidade (LFT, cujas características são apontadas mais adiante). A troca em mercado das Letras do Banco Central (LBC) por esses novos títulos, não conheceram o registro dos valores de seu resgate.

Tabela 25
OPERAÇÕES COM TÍTULOS FEDERAIS
Em Cr\$ bilhões correntes e em % do PIB

Período	Impacto Monetário1			Colocação Líquida2	Recursos Líquidos3
	Operações Primárias	Operações Secundárias	Total		
	A	B	C=A+B	D	E
				(em	Cr\$ bilhões)
1980	-149	155	6	58	22
1981	67	485	552	912	874
1982	-297	79	-218	667	566
1983	-1966	-324	-2290	2143	1962
1984	-7875	17705	9830	256	-1559
1985	-15549	41239	25690	27482	22082
1986	-146830	54300	-92530	70363	8113
1987	388388	-171339	217049	332477	307182
1988	1341654	943181	2284835	5167962	
1989	24428000	-77583000	-53155000	35325489	
1990	-215918000	-737184000	-953102000	-1546386000	
				(e	m % do PIB)
1980	-1,2	1,2	0,0	0,5	0,2
1981	0,3	2,0	2,3	3,7	3,6
1982	-0,6	0,2	-0,4	1,3	1,1
1983	-1,7	-0,3	-2,0	1,9	1,7
1984	-2,1	4,8	2,7	0,1	-0,4
1985	-1,1	3,0	1,9	2,0	1,6
1986	-4,0	1,5	-2,5	1,9	0,2
1987	3,4	-1,5	1,9	2,9	2,7
1988	1,6	1,1	2,6	6,0	
1989	1,9	-6,1	-4,2	2,8	
1990	-0,7	-2,3	-2,9	-4,7	

Fonte: Relatórios do Banco Central (1975, 1980, 1984, 1990).

(1) Impacto Monetário: operações primárias e secundárias (mercado aberto) junto ao público; (-) resgate, impacto expansionista; (+) colocação, impacto contracionista

(2) Colocação Líquida: conforme quadro "Movimento de Recursos" até 1987, não inclui coberturas orçamentárias. A partir de 1988, os valores referem-se ao Fluxo Financeiro para o Tesouro conforme registros da Secretaria do Tesouro Nacional.

(3) Recursos Líquidos: inclui "cobertura de encargos com receita orçamentária" e "custos ressarcidos".

O quadro abaixo compara os valores dos registros das operações primárias com Tesouro e público com os fluxos do impacto monetário decorrentes de operações do Banco Central com o mercado. Novamente aqui, a distorção ocasionada pela concentração de movimentos realizados em diferentes momentos do ano num quadro de aceleração inflacionária prejudica a análise. Todavia, cabe notar dois aspectos. Primeiro, a mais acentuada utilização das operações secundárias (isto é, de colocações a partir da carteira do Banco Central) em operações contracionistas da dívida mobiliária conduzidas pela autoridade monetária. Segundo, os impactos contracionistas mais acentuados em 1981, 1984 e 1985 e depois novamente em 1987 e 1988.

A precariedade dos registros,¹²⁷ em especial em suas componentes de fluxos, não deixam de demonstrar até mesmo pelas suas limitações os problemas gerados pela política de endividamento mobiliário na primeira metade dos anos 70 e a sua expressiva deterioração após 1986. Tendo como marco inicial uma política agressiva de colocação de títulos em 1981 e transpondo a turbulência gerada pela crise cambial em 1983, chega-se a 1985 com um patamar elevado de endividamento interno. Num quadro explosivo manifesto pela elevação das taxas de inflação e pela deterioração das condições financeiras em geral, os problemas do refinanciamento dos títulos passam a agravar-se na segunda metade dos anos 80.

O agravamento das condições externas, desde o início dos anos 80, imprimiria à política econômica um conteúdo que viria a deteriorar ainda mais o instrumento de dívida pública. Afetando negativamente as expectativas e as decisões dos agentes econômicos, numa economia marcada por elevado grau de indexação, estas políticas empurrariam o instrumento para a gestão de um quadro inflacionário explosivo. Na origem deste, todavia, estaria a própria contribuição da utilização da dívida mobiliária como um instrumento de controle de liquidez em políticas monetárias contracionistas e a conversão e disseminação dos títulos públicos como lastro da moeda indexada pela sua elevada liquidez.

3.3 - Política econômica e desintermediação financeira

A deterioração das contas externas desde o início da década representou não apenas expressivas transformações nas relações econômicas do país com o exterior como também a perda generalizada de eficiência para diversos instrumentos de política econômica. A consequência mais importante das seguidas reviravoltas da política econômica desde os anos iniciais da década de 80 seria as suas repercussões na frágil equação constituída entre a dinâmica financeira interna e os fluxos financeiros externos e, daí, todo o seu caráter instabilizador junto aos próprios instrumentos da política econômica.

Embora, aqui, não analisemos detalhadamente as políticas econômicas, procuraremos mapear suas principais orientações e implicações com a administração da dívida mobiliária e os seus efeitos num quadro de instabilidade financeira.

3.3.1 - Políticas restritivas e instabilidade financeira

A perda de eficiência dos instrumentos de política econômica acentua-se a partir da implementação de um conjunto de medidas entre 1979 e o primeiro semestre de 1980, na tentativa de enfrentar desequilíbrios que se manifestavam desordenadamente nas contas da programação monetária e de corrigir dificuldades que emergiam das relações externas do país.

¹²⁷ Nota-se que deixamos aqui de analisar a composição dos principais agentes tomadores. As análises que pudemos realizar sobre estes mostraram-se pouco consistentes, seja por limitações e desencontros da série com base em registros divulgados pelo Banco Central, seja pela consideração de que frente às características de elevada volatilidade dos títulos negociados estas perdem em parte seu sentido.

No início do Governo Figueiredo em 1979, as autoridades econômicas anunciariam medidas que procuravam reduzir a política de subsídios creditícios e ao mesmo tempo acelerar as desvalorizações cambiais com vistas à redução dos mecanismos fiscais de incentivo às exportações. Buscava-se também reduzir os custos implícitos ao giro da dívida pública que, naquele momento, segundo manifestações das próprias autoridades, perdia eficiência como instrumento de controle da liquidez e de financiamento.¹²⁸ Da perspectiva da primeira equipe econômica, a solução para o problema da inflação passava por uma centralização do controle administrativo do setor público com maior contenção de despesas nos diferentes orçamentos e pela restrição às operações ativas das Autoridades Monetárias; objetivos estes que só se realizariam do ponto de vista daquela política num quadro de desaquecimento da demanda agregada.

A mudança de equipe no comando da política econômica no segundo semestre de 1979 alteraria a estratégia recessiva anteriormente enunciada e proporia uma reativação da economia pela descompressão do crédito e um amplo processo de arbitragem em diferentes frentes. Os principais objetivos anunciados nessa nova orientação, revelando enfoque voltado para questões relativas a custos na economia, seriam ainda a tentativa de conter "desequilíbrios fiscais" embutidos na programação monetária, corrigir distorções relacionadas à política cambial para o fluxo comercial do país com o exterior e uma evidente preocupação com a trajetória de especulação financeira.

Na área fiscal, as medidas anunciadas abrangeriam alterações tributárias e o realinhamento de preços públicos, mas se impôs principalmente pela aplicação de um deságio sobre a dívida pública. Na frente cambial, uma maxidesvalorização, seguida de prefixação da correção, buscou de um lado, promover uma súbita redução dos subsídios à exportação, contribuindo para elevar as receitas fiscais com a introdução de impostos sobre as exportações. De outro lado, através da mesma medida, referendaria o mecanismo de socialização de prejuízos para os agentes endividados que vinham depositando recursos externos na Resolução 432.

Neste aspecto, as expectativas de desvalorizações cambiais mais acentuadas desde o início de 1979 já vinham criando um forte componente especulativo na área financeira com os depósitos acumulados junto ao Banco Central. As autoridades econômicas abraçaram, então, a tentativa de recompor abruptamente a equação, até então em vigor, de uma política de desvalorizações cambiais que fosse prospectivamente atrativa à captação de recursos externos. A prefixação da correção cambial (40%) abaixo da correção monetária (45%) para 1980, medida que seguiria a desvalorização de 30% em dezembro de 1979, apontava nessa direção.

Paralelamente, desvinculada das previsões inflacionárias, a prefixação objetivava uma redução em geral das taxas de juros nominais, o que implicaria na desvalorização dos ativos financeiros em circulação e particularmente da dívida pública, reduzindo também os encargos financeiros do setor público.

Além da prefixação, entre 1979 e 1980, buscou-se introduzir medidas visando um controle maior sobre o mercado de dívida pública, como a indução por diferentes mecanismos à substituição das LTN por ORTN, a aplicação do IPA expurgado das variações do preço do petróleo como fator de correção monetária (antes da prefixação) e a implementação do SELIC (Sistema Especial de Liquidação e Custódia), algo como uma câmara de compensação de títulos públicos informatizada, que serviria como maior garantia às operações com títulos e um controle institucional do lastro das mesmas. A introdução deste último, inclusive, visaria reduzir a participação de cheques administrativos sacáveis das reservas bancárias - chamados cheques BB - em operações casadas de troca de reservas com lastro em títulos públicos, uma alteração posteriormente questionada por um dos responsáveis da implementação do instrumento de mercado aberto. Este consideraria tal alteração, já ao final da década de 80, como um dos

¹²⁸ Ver a descrição dos movimentos de intenções, medidas econômicas e seus efeitos contraditórios, bem como a análise da perda de eficiência dos instrumentos de política econômica em Goldenstein (1985).

fatores que estimulariam uma mais elevada liquidez dos títulos públicos, aproximando-os da característica de poder liberatório da moeda.¹²⁹

Apostava-se implicitamente que a continuidade dos fluxos de financiamento externos e a "trava" imposta pela prefixação à valoração das diferentes instrumentos de dívida não desestabilizariam o curso dos fluxos internos de financiamento. Com a evolução da inflação os efeitos do conjunto dessas medidas, e em especial da maxidesvalorização cambial ao final de 1979, seriam, todavia, inversos às intenções da política econômica e introduziriam um marco definitivo a um processo que se manifestava no imbricamento da abertura financeira externa da economia brasileira e da dinâmica financeira interna constituída ao longo dos anos 70.

Inicialmente deve-se ter em vista, além do aumento imediato do custo das importações e de seus impactos na inflação, o efeito de um forte desequilíbrio patrimonial provocado pela desvalorização cambial nos passivos externos dos diferentes agentes econômicos. Fator que logo somar-se-ia à exacerbação da incerteza no tocante às regras de política econômica pelo agravamento das contas cambiais do país e que afastaria, quase que definitivamente, os tomadores privados da captação de recursos externos.

Os movimentos especulativos de recursos que migraram do sistema financeiro em 1980 com os diferenciais de remuneração frente às taxas de inflação ameaçaram pela primeira vez uma desintermediação financeira. É em meados desse ano que a demanda especulativa por títulos públicos passa a voltar-se para as ORTN de 5 anos com cláusula de correção cambial.¹³⁰ Em outubro deste ano já se anunciava a revisão dos limites introduzidos pela prefixação para a correção monetária e para os juros em acordos com os banqueiros para a captação através de títulos prefixados.

A partir dos últimos meses de 1980, o caminho escolhido para ajustar as contas do balanço de pagamentos seria a redução drástica da absorção doméstica baseada numa política monetária extremamente restritiva. Esta atenderia principalmente a dois objetivos: diminuir importações e liberar parcela do produto interno para exportações e, por outro lado, induzir a captação de recursos externos. O forte aperto creditício com limites quantitativos elevaria as taxas de juros internas, cercearia o acesso das demais entidades do setor público ao crédito interno e tributaria as operações de crédito domésticas pelo Imposto sobre Operações Financeiras.

Ao instrumento de dívida pública caberia um papel central nessa orientação de política econômica. Ele contribuiria para o aperto de liquidez pretendido pela política monetária, estimularia a captação de recursos externos pelo efeito da elevação nas taxas de juros domésticas

129 Ver Brandão (1989, pp.55-56). O argumento é o de que com a eliminação da participação dos cheques administrativos na compra e venda dos títulos, os saques passaram a realizarem-se diretamente nas reservas bancárias e com isto desapareceria a figura das reservas "livres" (isto é, as não-compulsórias) como instrumento balizador de controle da liquidez para as operações de mercado aberto. A partir de então, nesse argumento, todo o excesso de reservas seria automaticamente aplicado pelos bancos em títulos públicos e escasseariam os recursos para o refinanciamento dos demais agentes do mercado. Todavia haveria de se considerar também que a partir de determinadas condições, há um maior interesse dos bancos em manter suas reservas remuneradas.

130 Os títulos com cláusula de correção cambial, como apontamos no primeiro capítulo, existiam desde 1965. Por sucessivas Portarias do Ministério da Fazenda, de validade anual, a opção foi sendo revalidada em todo o período. O exercício da opção, válido para ORTN de 5 anos, passou a ser realizado quando a correção cambial passou a superar a correção monetária, isto é, após a primeira máxi de 1980. Movimentos especulativos sobre esses títulos antecipando os vencimentos passam, a partir desse momento, a ser frequentes conforme a remuneração dos demais e as expectativas com o câmbio.

Em diferentes ocasiões entre 1980 e 1982 o Banco Central procuraria administrar a colocação desses títulos no intuito de controlar a pressão de demanda sobre eles exercida. Ao final de 1982 (Portaria 289 de 30.12.82) suspenderia as emissões do papel; em fevereiro de 1983 instituiria um pesado imposto sobre os ganhos relativos a correção monetária; em março voltaria sua emissão instituindo paridade da correção monetária com a cambial; em junho suspenderia definitivamente as emissões com a eliminação da paridade e o Bacen compraria os títulos em mercado.

e ainda propiciaria elevada absorção de recursos para o financiamento das contas monetárias. Neste último aspecto, a tentativa emergencial de ajustamento demonstrava a manutenção da frágil equação do financiamento público. A ausência de orientação definida para a recuperação de fontes domésticas do financiamento público seria contornada pela acomodação da captação de recursos pelo endividamento interno mobiliário e um esperado restabelecimento dos fluxos de financiamento externo, algo semelhante ao ocorrido entre 1974 e 1978.

A estrutura de financiamento da economia brasileira passa então a ser pressionada pela elevação das taxas de juros num quadro instável de movimentos de fundos da intermediação financeira em que o instrumento de dívida pública joga um papel decisivo.¹³¹ No âmbito da intermediação financeira, surgiriam diferentes fronts de conflito para a política econômica.¹³² Passando de um contexto em que presenciava-se um forte movimento especulativo com estoques (1980) para outro de elevadas taxas de juros haveria uma reversão brutal na expectativas e comportamento das empresas, acompanhada das incertezas quanto à política de câmbio e de juros. Convivem então os mecanismos de depósitos em moeda estrangeira, que permitem a arbitragem entre operações financiadas com recursos externos com operações domésticas, a elevação dos custos de captação externa, a escassez das fontes de crédito internas, elevação dos custos de captação no sistema bancário etc. Assim, paralelamente, além das atribuições determinadas pela política econômica (enxugamento da liquidez, elevação das taxas de juros e absorção de recursos para as contas monetárias) caberia ao instrumento de mercado aberto contribuir para contornar recorrentes explosões do mercado financeiro, explosões ditadas por descasamentos de custos e de prazos das diferentes operações arbitradas pelo sistema de intermediação, além da reação defensiva dos agentes não-financeiros com o elevado grau de instabilidade.

Ressalte-se, aqui, um aspecto pouco evidente: o instrumento de dívida pública teria adquirido, segundo as autoridades responsáveis pela consecução da política, condições mais adequadas de funcionamento para a política monetária. Num contexto em que os títulos públicos em mercado superariam o valor da base monetária, estariam asseguradas as condições para uma administração dos fluxos movimentados pelo instrumento sem sobressaltos relevantes para as taxas de juros.¹³³ A confiança na praticidade do instrumento pelas operações de mercado aberto parecia, assim, superar a observação de sua contextualização no quadro de movimentos especulativos do sistema de intermediação financeira.

As limitações no crédito interno impostas ao sistema bancário contribuiriam para um aumento dos depósitos decorrentes de reservas bancárias em títulos públicos. O protelamento na extensão de decisões favoráveis à captação de recursos pelos títulos públicos para os instrumentos financeiros privados ou restrições a carregamento desses títulos em operações de recompra também ampliariam o espaço dos títulos públicos.

Nessa trajetória de estimular a ampliação do mercado de dívida pública, a Resolução 693 de 17.06.81 permitiu, de um lado, a extensão das operações de recompra através de ORTN para pessoas físicas e, de outro, a ampliação do limite de carregamento de títulos em operações de

131 Deve-se observar que ao longo de 1981 há dois movimentos nítidos em relação à política financeira interna. No primeiro semestre há uma clara disposição ao incentivo para a captação de "poupanças voluntárias", através dos instrumentos de cadernetas de poupança, mas cujos recursos através do BNH e Caixa Federal recaíam na demanda de ORTN, isto é, em colocação líquida de títulos públicos. No segundo semestre, o Bacen atua diretamente no mercado overnight elevando as taxas de juros e inicia um período em que uma bateria de regulamentações ampliaria o espaço do mercado de títulos públicos.

132 Uma análise da evolução entre medidas de política econômica e o comportamento instável do mercado financeiro pode ser encontrada em Costa (1988) e também em Almeida (1988).

133 O argumento defendido em diversos momentos sobre a operacionalidade das operações de mercado aberto era o de que a presença de um estoque de títulos inferior ao volume de moeda primária impactava acentuadamente as taxas de juros pelo vulto dos fluxos de captação e resgate envolvidos. O mirrado exemplo da economia norte-americana era citado, como se o colchão amortecedor de um elevado estoque de títulos de longo prazo em mão de tomadores finais existisse

recompra (isto é, do financiamento da carteira das instituições financeiras com capital de terceiros, o que não foi estendido ao setor privado).¹³⁴

O ano de 1982 é marcado por uma política econômica do mesmo molde da de 1981 mas crescentemente envolvida pela elevação das taxas de inflação no âmbito doméstico, e pela concentração de esforços no front externo. Uma das maiores dificuldades encontradas, então, diria respeito à desorientação dos fluxos em operações do sistema de intermediação financeira frente à questão cambial. O avanço da crise externa geraria uma variedade de movimentos especulativos, especialmente pela disseminação da demanda de um prêmio pelo risco cambial em diversas operações, levando a deslocamentos de recursos, maior concentração no curto prazo e uma extrema volatilidade das operações de mercado aberto. Neste contexto consolida-se a incorporação das expectativas da desvalorização cambial nas negociações com títulos públicos. A faculdade da opção por correção cambial nas ORTN concentraria o forte movimento especulativo.

Em 1982 os Fundos de Pensão foram levados também a ampliar os limites mínimos de suas aplicações em títulos públicos pela Resolução 729 de 24.03.82. Bancos de desenvolvimento, caixas econômicas e cooperativas de crédito foram também autorizadas a aplicar em acordos de recompra junto a instituições que atuavam diretamente no mercado de títulos pela Resolução 722 de 20.01.82 (antes só era permitida a compra em caráter definitivo). Instituições financeiras (basicamente corretoras e distribuidoras) anteriormente não habilitadas a operar diretamente no mercado, enquadrariam-se em regulamentação que disciplinaria a atividade de "broker", isto é, seriam autorizadas a operar com compromissos de recompra no financiamento de suas carteiras (Resolução 740 de 16.06.82).

Em 1983, no marco dos programas de estabilização negociados com o FMI, a política econômica sugere uma rotação na administração dos seus instrumentos. Busca-se, então, uma política fiscal centrada na contração de despesas correntes e no aprofundamento dos cortes de investimentos no setor público. A geração de superávits primários orçamentários pelo governo federal, aliado à perda de reservas e ao repasse interno do endividamento externo para o Banco Central permitem, entre 1983 e 1984, uma relativa folga para a condução da política monetária.

Mas, no âmbito da dinâmica do sistema financeiro, os dois anos conheceriam os reflexos da desorientação das expectativas, caracterizando-se como um período de sucessivas e incertas mudanças na administração da dívida pública junto ao mercado.¹³⁵ Em 1984 volta a ampliar-se o mercado cativo para títulos públicos pelo aumento dos limites de carregamento de títulos por instituição para operações de recompra e novos limites mínimos de aplicação de seguradoras e entidades de previdência privada.

Deve-se observar que entre 1981 e 1984 quase todos os movimentos de política econômica não abrem mão da posição estratégica e ao mesmo tempo conflituosa do instrumento de dívida mobiliária. Estratégica, em vista de constituir-se num dos poucos instrumentos influentes de política monetária e financeira em vista da ruptura dos referenciais de valorização de ativos e, ainda, funcional à condução da política econômica e ao refinanciamento dos passivos públicos. Conflituosa, em vista da própria manutenção de sua operacionalidade alicerçada sobre o refinanciamento de curto prazo, cuja volatilidade retiraria mais à frente o seu próprio alcance para os objetivos de política econômica.

na economia brasileira. Ver a respeito desse argumento Haddad (1985, pp. 21, 52, 83-84) e Conjuntura Econômica, janeiro de 1989.

134 Anteriormente, a Resolução 649 de 22.10.80 já havia estendido os limites para operações de recompra através de ORTN para pessoa jurídicas não-financeiras.

135 Dentre estas cabe apontar a Resolução do Banco Central nº 841 de 28.06.83 que estabeleceu que a correção monetária era igual a variação do IGP-DI ajustado e que a variação cambial não poderia ultrapassar o IGP-DI a cada trimestre. A mudança que marcaria o abandono da prefixação da correção monetária e cambial, ainda que esta anteriormente seguisse como balizador o índice de preços, faz parte de um dos períodos mais atribulados da administração da dívida pública.

Deve-se ressaltar também que, entre 1982 e 1984, adquire relevância a sustentação das taxas de juros overnight pela mesa de open do Banco Central, numa prática que consolidaria a denominada "zeragem automática" na segunda metade dos anos 80, como parte dos compromissos informais da instituição com a sustentação do mercado.¹³⁶ A partir de 1983 o Banco Central assegurava, já como prática instituída,¹³⁷ que as taxas over estariam "calibradas" num determinado diferencial estabelecido acima da inflação; esta "calibragem" seria garantida pelo financiamento do Banco Central (denominados leilões de moeda) frente à presença de posições sobrevedidas das instituições em mercado. Deve-se ter em conta, também nesse sentido, a ampliação do espaço dos acordos de recompra: o carregamento dos títulos em mercado pelas instituições "dealers" predominava em relação a outros aplicadores, alcançando em alguns momentos já cerca de 90% dos títulos negociados.

Entre o segundo semestre de 1981 e até 1985 as taxas de financiamento overnight retomam rendimentos reais positivos. Observe-se, inclusive, que ao longo do período 1974 a 1980, as taxas para o refinanciamento dos títulos em mercado impunham em diversos momentos perdas aos aplicadores, como reflexo, seja de manipulação dos indexadores na cotação dos títulos (como em 1974-1975 e em 1980), seja por condições específicas de negociação dos títulos em mercado ou pela ausência de alternativas mais rentáveis.¹³⁸ As taxas brutas de financiamento a partir de 1981, embora sofrendo reduções do rendimento real na perspectiva do aplicador pela incidência de tributação nas aplicações desde 1983,¹³⁹ elevam-se para conter os movimentos especulativos no mercado financeiro e atender a orientação da política monetária.

O processo de indexação dos ativos financeiros em direção à inflação corrente conhece, também aí, passos decisivos. Especialmente a partir de 1983 após a segunda máxi, são nítidos os movimentos especulativos mais sucetíveis dos agentes financeiros quanto ao comportamento no curto prazo de parâmetros de preços, juros e câmbio.

136 Barros (1992, p. 9) salienta a relevância desses compromissos na formação das características do instrumento de dívida pública (open market) no Brasil. A zeragem automática todavia parece ter assumido maior expressão a partir desta ocasião, enquanto a troca de títulos em carteira e a aceitação de taxas mais elevadas que a do "over" nos títulos comprados pelas instituições parecem representar as práticas anteriores mais frequentes. Indicações de que a zeragem ganha maior importância nesse período advém da observação de diferentes sinais como o atrelamento dos empréstimos de liquidez a taxa over (Resoluções do Bacen 881 e 914).

137 A partir de março de 1982 o Banco Central já passara a garantir em diversos momentos o financiamento das carteiras como forma de regular o limite máximo de taxas overnight. No entanto essas operações ganharam maior expressão a partir do terceiro trimestre de 1983 pela então denominada política de administração das taxas overnight. Em 1984 induziria-se a manutenção dessas taxas em torno de 1% acima da correção monetária. Conforme Relatórios de Atividades Demob (1982, 1983). Cabe observar, também, que a instituição dessa sistemática coincide com a mudança da equipe econômica no comando do Banco Central.

138 Deve-se ter em conta sempre a volatilidade de negociações com os títulos públicos em diferentes circunstâncias junto às condições de liquidez e as alternativas existentes em cada momento. As taxas de financiamento overnight são indicadores da rentabilidade média oferecida pelos aplicações de curto prazo em títulos público. Seu apontamento como um indicador do custo de rolagem da dívida pública ganha expressão neste momento justamente pela maior participação do Banco Central na sustentação da rentabilidade dos títulos em mercado. Posteriormente, com o aparecimento de títulos remunerados pela própria taxa de financiamento em mercado (LBC/LFT) o referencial torna-se ainda mais explícito.

139 A expressão das taxas líquidas como um parâmetro dos rendimentos oferecidos pode não ser um indicador preciso devido, por exemplo, a isenção de taxa sobre os rendimentos nominais de LTN até 1985 que poderiam aparecer como compras "definitivas" na contabilidade dos aplicadores.

Tabela 26
TAXAS DE JUROS DE TÍTULOS PÚBLICOS
TAXAS NOMINAIS E REAIS DE FINANCIAMENTO OVERNIGHT

Em % a.a.

Período	Taxa Bruta Nominal	Taxa Líquida Nominal	Inflação Oficial	IGP-DI	Taxa Bruta		Taxa Líquida	
	A	B	C		Real E=A/C	Real F=A/D	Real G=B/C	Real H=B/D
1974	17,3	19,0	32,4	34,5	-11,4	-12,8		
1975	21,9	24,0	24,9	29,3	-2,4	-5,8		
1976	41,1	45,3	37,7	46,3	2,5	-3,5		
1977	41,9	46,1	29,8	38,8	9,4	2,3		
1978	46,4	51,0	37,1	40,9	6,8	3,9		
1979	42,6	46,8	49,3	77,2	-4,5	-19,6		
1980	46,4	51,0	51,4	110,3	-3,3	-30,4		
1981	89,3	98,2	96,9	95,2	-3,9	-3,0		
1982	119,4	131,3	100,2	99,7	9,6	9,8		
1983	199,7	212,5	159,2	211,0	15,6	-3,6	13,1	-5,7
1984	255,5	240,3	223,8	223,8	9,8	9,8	-1,6	-1,6
1985	276,5	248,5	227,6	235,1	14,9	12,4	-0,5	-2,8
1986	66,5	58,3	62,4	65,0	2,5	0,9	-5,8	-7,3
1987	353,0	388,3	365,2	415,8	-2,6	-12,2	-2,6	-12,2
1988	1057,6	1044,8	933,6	1037,6	12,0	1,8	1,6	-7,7
1989	2408,8	2282,5	1764,9	1782,9	34,5	33,2	16,6	15,5

Fonte: Banco Central e FGV.

Inflação Oficial: ORTN do mês seguinte até fevereiro de 1986 (correção monetária). IPC-IBGE de março de 1986 em diante; índices de 1989 em diante refletem a troca de vetor (período de apuração do IPC).

A política econômica que se inicia em abril de 1985, com a Nova República, deparar-se-ia com um quadro de profundos contrastes, dada a reativação da economia puxada pelos setores exportadores, as dificuldades de renegociação externa e a situação financeira interna do setor público, até então pouco conhecida. A política econômica da gestão do Ministro Dornelles começara com o anúncio da redução do déficit público por cortes orçamentários, represamento dos reajustes de tarifas para conter a inflação e uma leitura dos desequilíbrios financeiros do setor decorrente da mensuração de déficits de caixa do Banco Central e Tesouro. Esta concepção do déficit público, mesclando os distintos fatores que identificavam as pressões exercidas sobre as contas monetárias, referendaria mais uma vez o financiamento pelo endividamento mobiliário, como fonte prevalecente na cobertura dos desequilíbrios do setor público. No mesmo sentido, o aperto monetário e a elevação da taxa de juros deveriam, então, ser buscados para conter a demanda privada dentro do diagnóstico ortodoxo de redução das pressões de demanda agregada para conter a inflação.

Aspectos contraditórios dessa política junto à operacionalidade de seus instrumentos logo se tornariam perceptíveis na área financeira, manifestando-se em nova desorientação das expectativas quanto ao controle inflacionário. A progressiva deterioração das expectativas no mercado financeiro amplificaram-se com as diferentes posições dentro do governo e o reduzido apoio na implementação daquelas medidas.

A mudança no critério de cálculo da correção monetária (e cambial) visaria aumentar o espaço para a colocação de títulos públicos atendendo ao mesmo tempo às reivindicações do mercado para que houvesse uma maior previsibilidade da remuneração dos títulos públicos.¹⁴⁰ O cálculo pela média móvel geométrica da inflação nos três meses anteriores logo demonstraria suas deficiências num quadro de instabilidade financeira.

140 Outra medida fora a unificação das taxas de juros das ORTN de diferentes prazos pela Portaria 139 de 22.03.85.

Anteriormente os títulos tinham as seguintes taxas: 2 anos - 6 % a.a., 3 anos - 7 % a.a., 4 anos - 8 % a.a. e 5 anos - 9 % a.a. A taxa seria unificada em 6 % a. a. A mudança no critério de correção monetária foi instituída pela Resolução do Banco Central nº 1001 de 21.03.85; a taxa de câmbio acompanharia as variações da correção monetária.

Seu efeito talvez já pudesse ser previsto em vista da suscetibilidade adquirida pelo agentes domésticos frente ao comportamento dos parâmetros de juros, câmbio e de preços: se, por um lado, amortizava os efeitos de uma elevação abrupta de preços de um mês para o fator de correção monetária, por outro projetava taxas elevadas de remuneração com a inflação em queda. Isto é, não eliminava os efeitos de oscilações do fator de correção frente ao comportamento da inflação para o sistema, apenas introduzia alguma previsibilidade aos agentes do mercado monetário que poderia servir de instrumento a ações especulativas.

O insucesso do mecanismo, todavia, talvez tenha despertado definitivamente a atenção para a fragilidade da administração das medidas econômicas para a área monetária e financeira e o papel adquirido pelo mercado monetário de dívida pública naquele contexto. Por exemplo: a equipe que assumira a administração da política monetária, capitaneada por Antonio Carlos Lemgruber, procurara retornar a operacionalidade de gestão do mercado de dívida pública baseada num aumento da remuneração dos títulos públicos em poder dos agentes financeiros, centrando-se na colocação de títulos prefixados (as LTN) e abandonado, em parte, a estratégia de refinanciamento da carteira desses agentes que asseguraria o "controle" sobre as taxas overnight. Tal mecanismo representaria a reintrodução do risco no carregamento dos títulos a serem custeados pelos próprios agentes no sistema, o que refletir-se-ia em abertura dos deságios na colocação dos títulos públicos. As incertezas subjacentes ao comportamento da inflação e ao indexador oficial passaram, então, a recriar o conflito entre as expectativas de remuneração das aplicações overnight refletidas no custo de carregamento dos títulos e a remuneração das carteiras dos agentes financeiros.

Este tipo de conflito, que apresenta consequências recorrentes para o custo da rolagem dos títulos públicos, tornara-se, já então, determinante no âmbito da condução da política de dívida pública. A constituição de um mercado cativo de títulos públicos pelo conjunto de medidas que descrevemos - todavia, sem o abandono das características de elevado grau de negociabilidade dos títulos em mercado - evitara a fuga de recursos domésticos para fins do controle monetário e para assegurar condições para o refinanciamento do setor público. O êxito relativo dessa estratégia significou, por outro lado, que os mercados financeiros, assim como as divisões financeiras das grandes corporações, tornavam-se ao mesmo tempo reféns e sócios de um mecanismo institucional de elevada instabilidade característico de mercados monetários.

O êxito temporário em baixar a inflação em decorrência do represamento de preços e a posterior ameaça de repique na evolução dos preços pela descompressão das tarifas públicas, somado aos reflexos da metodologia de cálculo para a correção monetária no sistema financeiro conduziram a uma nova equipe econômica em julho de 1985. No segundo semestre, a nova equipe reduziria as taxas praticadas no mercado financeiro e trocária, em novembro, o indexador da correção monetária pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) calculado pelo IBGE, refletindo a variação apresentada no mês anterior.

Em dezembro, uma bateria de medidas seria implementada visando a tributação das aplicações financeiras sobre os títulos públicos.¹⁴¹ Com a implantação do Plano Cruzado em fevereiro de 1986 essas alterações, que acompanhavam medidas de natureza tributária de maior extensão, seriam parcialmente ofuscadas. A edição daquelas medidas chama a atenção, todavia, para as dificuldades constituídas ao longo dos anos anteriores sobre a taxaçaõ das aplicações

141 Abrangendo uma série de normativos do Banco Central e da Receita Federal, seu eixo concentrava-se nas alterações implementadas pela lei 7450 de 23.12.85 que aumentava as alíquotas do imposto de renda retido na fonte sobre juros e dava tratamento mais eficaz sobre os ganhos de capital nas operações financeiras. Detalhe curioso é que só então estabelecia-se uma taxaçaõ apropriada para os rendimentos das LTN que como títulos pré-fixados tinham a remuneração sem distinção formal para tributação entre o que representava juros e correção monetária, além de até então ser isenta para pessoas físicas e captada apenas no cálculo do lucro tributado do imposto de renda de pessoa jurídica, para o caso das empresas. Note-se, ainda, que as medidas compreendiam também pela primeira vez definições mais precisas de termos empregues nas operações (como ganho de capital, rendimento, renda fixa, etc.) e fórmulas matemático-financeiras aplicáveis à apuração do tributo. Conforme DEMOB (1985).

financeiras. Ou mais do que isso, a indeterminação para efeito de cobertura legal na tributação de variados mecanismos especulativos constituídos ao longo do período, a que procurava corrigir.

Concluindo, cabe observar que as condições presentes ao final de 1985 em vista da gestão do instrumento de dívida mobiliária e da política financeira num sentido amplo, demonstravam já seu forte comprometimento com a instabilidade inerente à dinâmica financeira interna. Esta instabilidade manifestava-se, primeiro, na disseminação da indexação nas transações econômicas, processo que acompanharia a vinculação dos contratos financeiros às regras de indexação que buscavam contornar a instabilidade cambial como o atrelamento das correções monetária e cambial ou o controle da indexação financeira em geral pelas taxas de juros nominais praticadas no financiamento "overnight" no sentido de evitar a fuga de capitais. Segundo, a instabilidade da dinâmica financeira doméstica acompanhava um processo caracterizado já não apenas pela indexação formal à correção cambial mas principalmente pela influência de uma série de operações de arbitragem entre contratos atrelados ao cruzeiro, a correção monetária e às alternativas de dolarização, legais (como a Resolução 432) ou informais (mercado paralelo). E, terceiro, por uma mudança radical na composição da estrutura passiva e ativa do sistema financeiro com a redução da participação dos haveres monetários e uma alta volatilidade de instrumentos de captação financeira.

Estes aspectos, e o último em particular, resultam num processo de desmonetização da economia que agravaria particularmente as condições de financiamento do setor público e determinaria a desfuncionalidade do instrumento de dívida pública.

3.3.2 - A desfuncionalidade do instrumento e a instabilidade da economia

O crescimento da dívida pública mobiliária veio acompanhado no quadro descrito de um processo de desmonetização da economia brasileira que ganhou impulso a partir de 1981. A desmonetização representava, em grande medida, uma consequência do desajuste potencial do sistema de intermediação financeira nacional já diagnosticada em análises na segunda metade da década de 70.

Em ocasiões de quebra de expectativas quanto à diretrizes e regras da política econômica ou mudanças no comportamento de inflação, manifestaram-se, desde 1974, movimentos de transferências de fundos no interior do sistema de intermediação. Essas transferências foram consolidando a estrutura desequilibrada do sistema de intermediação financeira com uma crescente intervenção das agências públicas de financiamento no crédito e do Banco Central na administração dos movimentos dos fluxos financeiros, através do instrumento de dívida pública.

É nesse quadro da dinâmica do sistema de intermediação financeira que atuaria a quebra de referências contratuais. Ao deparar-se, no início da década, com as máxidesvalorizações cambiais, tentativas de prefixação e mudanças das regras de correção monetária e cambial e políticas de juros elevadas, os agentes econômicos são conduzidos a uma preferência crescente pelos ativos financeiros líquidos.

A ruptura da regra cambial e a alternância de medidas de política econômica, modificando regras de indexação e mantendo uma política monetária restritiva, além de conduzir o setor privado a retração na captação de novos financiamentos externos, provocou a reação privada pelo cancelamento e proteção contra os estoques de dívida acumulados. Nessas condições, os agentes econômicos passam a pressionar as taxas oferecidas no sentido da obtenção de um hedge cambial frente a incerteza das repercussões do comportamento das contas externas do país. É então que se configura a preferência pelos títulos públicos pela cláusula de indexação

cambial. Mais além, procuram proteção em ativos líquidos cujas características já são encontradas na volatilidade das operações com títulos públicos.

A aceleração inflacionária generalizaria, ainda, a progressiva desmonetização da economia iniciada com a descaracterização dos limites entre moeda e poupança financeira no mercado de títulos públicos. É importante enfatizar que o processo de "desmonetização" e "desintermediação financeira" desencadeia-se para a economia brasileira, tendo, em sua origem, as dificuldades em administrar a complexidade em que se constituiu inicialmente a regulação de contratos financeiros na economia brasileira.

Tabela 27
HAVERES FINANCEIROS
SALDOS MÉDIOS E PARTICIPAÇÃO

Em % do PIB

Período	M1 Haveres Monetários	Títulos Federais ¹	Títulos Estaduais/ Municipais	M2	Depósitos Poupança	M3	Títulos Privados	M4
70-74	14,97	5,08	0,52	20,58	1,68	22,26	9,00	31,26
75-78	11,79	6,96	0,99	19,74	5,33	25,08	8,34	33,42
79-80	9,03	5,30	0,98	15,32	6,53	21,85	7,18	29,03
81-85	5,10	7,47	1,36	13,93	8,86	22,80	7,14	29,94
86-89	4,53	11,67	1,82	18,02	9,52	27,54	5,03	32,57
1980	8,28	4,20	0,95	13,43	6,31	19,74	6,49	26,23
1981	6,95	5,71	1,11	13,77	7,11	20,88	5,94	26,81
1982	5,96	7,75	1,33	15,04	8,24	23,28	7,20	30,48
1983	5,03	6,30	1,56	12,89	9,54	22,44	7,20	29,64
1984	3,76	7,00	1,39	12,15	10,05	22,20	7,60	29,81
1985	3,81	10,60	1,42	15,82	9,38	25,20	7,75	32,95
1986	8,28	9,42	1,49	19,19	8,17	27,36	7,23	34,59
1987	4,75	10,36	1,65	16,76	9,96	26,72	5,50	32,21
1988	2,90	12,98	1,77	17,65	11,14	28,79	4,39	33,19
1989	2,17	13,94	2,37	18,49	8,81	27,30	2,98	30,28
1990	3,62	3,97	1,57	9,16	3,99	13,15	3,66	16,81
em % do total								
70-74	47,9	16,3	1,7	65,8	5,4	71,2	28,8	100,0
75-78	35,3	20,8	3,0	59,1	16,0	75,0	25,0	100,0
79-80	31,1	18,3	3,4	52,8	22,5	75,3	24,7	100,0
81-85	17,0	25,0	4,5	46,5	29,6	76,2	23,8	100,0
86-89	13,9	35,8	5,6	55,3	29,2	84,6	15,4	100,0
1980	31,6	16,0	3,6	51,2	24,1	75,2	24,8	100,0
1981	25,9	21,3	4,1	51,3	26,5	77,9	22,1	100,0
1982	19,6	25,4	4,4	49,3	27,0	76,4	23,6	100,0
1983	17,0	21,3	5,3	43,5	32,2	75,7	24,3	100,0
1984	12,6	23,5	4,7	40,8	33,7	74,5	25,5	100,0
1985	11,6	32,2	4,3	48,0	28,5	76,5	23,5	100,0
1986	23,9	27,2	4,3	55,5	23,6	79,1	20,9	100,0
1987	14,7	32,2	5,1	52,0	30,9	82,9	17,1	100,0
1988	8,7	39,1	5,3	53,2	33,6	86,8	13,2	100,0
1989	7,2	46,0	7,8	61,1	29,1	90,2	9,8	100,0
1990	21,5	23,6	9,3	54,5	23,7	78,2	21,8	100,0

Fonte: Banco Central.

As medidas de política econômica introduzidas no período do chamado ajuste voluntário do balanço de pagamentos em 1981 e 1982 contemplaram uma forte colocação de títulos públicos. Em tais medidas trazia-se implícito um componente esperado do ajuste por parte de empresas e demais agentes que não se realizaria nas condições esperadas. Tal ajuste representaria, pela linha de interpretação convencional, um movimento de retração do nível de atividade econômica com as empresas procurando reduzir seu grau de exposição financeira, redução de custos operacionais e investimentos de racionalização, busca de alternativas em novos mercados, ajuste de preços.

As grandes empresas estrangeiras e nacionais realizariam, todavia, um ajuste com um forte componente derivado de reestruturação ativa e passiva de sua posição patrimonial frente ao próprio sistema de intermediação financeira e não apenas pelo lado operacional e corrente de suas atividades.

Estes movimentos consolidariam o processo de desintermediação financeira onde as empresas com maior poder de mercado passaram de uma posição de agentes devedores do sistema financeiro à posição de credores líquidos. Essa transformação ocorrida junto ao sistema de intermediação apresenta dois aspectos concorrentes ao mesmo resultado: de um lado, o movimento de uma parcela importante dos agentes não-financeiros pela busca de redução de seu grau de exposição em relação aos seus passivos financeiros e o refúgio em ativos líquidos com oportunidades de remuneração real frente a inflação. De outro lado, a virtual paralisação da tomada de crédito junto ao sistema bancário pelas grandes empresas, acompanhada pelo processo de desmonetização, representou um determinante de transformações profundas no sistema financeiro nacional.

A atividade de corretagem no sistema financeiro tende a ganhar um estímulo importante quando a alavancagem obtida com recursos de terceiros na intermediação de aplicações financeiras torna-se uma atividade tão ou mais lucrativa quanto a atividade de concessão do crédito ao sistema produtivo. A alavancagem sobre o patrimônio próprio das instituições financeiras, definida como a oportunidade de ganhos pelo rendimento dos ativos frente ao custos de captação com recursos de terceiros, é uma condição implícita ao negócio de todo agente de intermediação financeira.

As condições para que se operasse tal transformação nas atribuições do sistema financeiro foram dadas por uma confluência impressionante de medidas econômicas junto a deterioração das condições externas. Seu cerne é que a política econômica, a partir do "ajuste voluntário", combinara, pelo lado do crédito, uma articulação de medidas restritivas nas aplicações do sistema bancário justamente com uma forte colocação de títulos públicos. A redução do grau de endividamento e a formação de posições credoras líquidas pelas grandes empresas, a reorganização do mercado financeiro em torno dos ganhos de intermediação sobre as aplicações em títulos públicos e a inserção paulatina de "famílias" de alta renda no mercado de aplicações de curto prazo, tornou-se o esboço das diferentes medidas do ajuste macroeconômico.

3.4 - O encilhamento financeiro após 1986

Na segunda metade dos anos 80, particularmente a partir da saída do Plano Cruzado, a liquidez dos haveres financeiros coloca-se como foco central dos problemas da instabilidade econômica. Os desdobramentos de tentativas de ajuste aplicados à economia brasileira confundem-se então com o quadro de deterioração das expectativas e da aceleração inflacionária.

A permanência de pressões exercidas pela transferência de fluxos financeiros ao exterior, pelo efeito do endividamento externo concentrado no setor público e pela contração de suas fontes internas tradicionais de financiamento (queda da receita e estreitamento da base monetária) convergem para a frágil operacionalização do instrumento de dívida mobiliária. Amarrada, por outro lado, ao papel de lastro da moeda remunerada adquirido pelos títulos públicos, através da qual procurar-se-ia conter as ameaças de erupção da hiperinflação, a administração do instrumento de dívida mobiliária com suas características constitutivas herdadas de um longo período de gestação é alçada à posição central para a política econômica.

A hipótese considerada aqui é a de que o agravamento dos problemas de financiamento do setor público vem ao encontro das fragilidades constitutivas do instrumento de dívida pública analisados anteriormente. A fragilidade das condições de administração do instrumento de dívida pública em vista da propagação da participação de ativos financeiros líquidos na estrutura financeira da economia brasileira passa a exercer, todavia, e no sentido inverso, uma influência importante no quadro de instabilidade econômica na direção do maior estreitamento das fontes de financiamento do setor público.

Com o Plano Cruzado em 1986 buscar-se-ia introduzir medidas de profundidade, visando um maior controle sobre a dinâmica financeira interna. Além dos efeitos do congelamento de preços para a própria dinâmica financeira, o que permitiria recuperar maior raio de manobra para a política monetária e retomar o financiamento monetário, procurou-se introduzir medidas que encaminhassem mudanças na estrutura de intermediação financeira no sentido da reconstituição do financiamento de médio e longo prazos. Por sua posição estratégica, algumas dessas medidas implicavam em reformas relevantes da dinâmica de financiamento pelo mercado de dívida pública.

Primeiro, como consequência da concepção do próprio plano com vistas à desindexação da economia aplicou-se um redutor de 15% ao mês nos contratos financeiros, visando eliminar expectativas de inflação contidas nas remunerações das operações nos meses que antecederam o choque. A aplicação do redutor traria embutida uma desvalorização para dívidas contraídas, favorecendo aquelas de prazos mais longos, como era o caso do perfil dos títulos de dívida pública. A desvalorização para as obrigações do setor público traria, evidentemente, algum alívio às entidades públicas dado não somente a contração do valor real de suas amortizações para o pagamento ou a rolagem de suas posições, como os efeitos indiretos na redução do peso dos encargos financeiros que a retração do estoque de dívida velha tende a induzir.¹⁴²

Um segundo conjunto de medidas se delinearam na tentativa de implementar alterações na condução de operações junto ao mercado de títulos públicos sem que no entanto fossem alcançadas, ao menos em tempo hábil, mudanças em seus aspectos estruturais básicos, isto é, os que se manifestam na dependência da volatilidade de um mercado sem tomadores finais para uma fonte de financiamento público. Considerado ao longo dos anos uma fonte de financiamento relevante e eliminados, segundo se esperava, os problemas da disseminação dos fatores de correção, e tendo-se em vista a recuperação da moeda em sua função de reserva de valor, o instrumento deveria adquirir novos contornos.

Buscou-se introduzir títulos pré-fixados, denominados LTN-F, com prazo de um ano, repactuados em prazos de aproximadamente dois meses por uma taxa referencial de mercado, que seria a própria taxa média de colocação dos títulos em novos leilões. Junto com medidas coibitivas na área tributária e na regulamentação de prazos para outros instrumentos de captação no sistema financeiro, pretendia-se, com estes títulos, estimular o alongamento de prazos das aplicações financeiras, o que viria ao encontro de estabelecer uma diferenciação junto ao mercado de títulos públicos entre operações relacionadas a uma fonte de financiamento público

142 Cabe apontar também que o indexador fora trocado na ocasião da implementação do plano pelo IPC cuja diferença básica em relação ao anterior era o período de apuração de preços. A correção monetária por sua vez ficava limitada a contratos superiores a um ano de prazo, o que feria parte do sentido geral das medidas que buscavam a desindexação da economia.

e a instrumentalização de ativos financeiros destinados à preservação de condições de liquidez do mercado bancário. A tentativa seria frustrada pelos elevados spreads embutidos no valor de demanda daqueles títulos.

A criação das Letras do Banco Central (LBC) demarcaria o cerne das dificuldades em alterar a dinâmica interna de arbitragens com que se habituara o mercado financeiro doméstico. As LBC introduziriam a indexação financeira plena: os títulos seriam corrigidos pela taxa média de financiamento diária obtida nas operações com os próprios títulos.¹⁴³ Um dos objetivos era afastar os problemas recorrentes enfrentados, anteriormente, no descasamento entre a rentabilidade dos títulos e as taxas pagas pelas instituições aos financiamentos de suas carteiras. Idealizadas, ao que tudo indica, inicialmente para utilização no compartimento estanco de operações do sistema bancário, que assegurasse condições de liquidez e rentabilidade à troca de reservas bancárias, a rápida deterioração das expectativas com o sucesso do Plano, transformaria a operacionalidade instituída pela sua negociação no marco definitivo para o alastramento da moeda remunerada. A necessidade de preservar o mecanismo tradicional de financiamento dos títulos em carteira das instituições financeiras, dada a ausência de tomadores finais, reforçaria a sua disseminação.

Com a retomada da inflação, o mecanismo introduzido sancionaria a transformação de operações lastreadas, direta ou indiretamente, em títulos públicos, em moeda remunerada.¹⁴⁴ No início de 1987 procurar-se-ia reintroduzir as OTN, mas com a abertura das taxas de deságio nos leilões, refletindo o prêmio demandado pelo risco de carregamento pelos agentes financeiros, a reintrodução seria frustrada.

O fato praticamente consolida o processo em que as exigências de rolagem da dívida mobiliária para as contas públicas, junto às exigências do refinanciamento dos títulos em mercado, pressionam na direção da sustentação pelo Banco Central das cotações dos títulos, eliminando as chances de instrumentalizar o mecanismo para fins de política monetária através das variação dos preços desses ativos.

A retomada da inflação em 1987 traria uma recomposição acelerada dos instrumentos financeiros com uma concentração relativamente maior sobre os ativos financeiros públicos. A política monetária mais restritiva imposta pelo Plano Bresser, que em sua orientação geral buscava antes de mais nada uma saída ordenada para o período de congelamento, acabaria estimulando essa concentração. A inversão de sinal nas taxas de juros, que se mantiveram relativamente baixas ao longo de 1986, num quadro de queda do nível de atividade econômica, provocariam uma forte retração na demanda de crédito por parte do setor privado, sancionando o movimento de concentração em haveres financeiros líquidos.

A administração da política de dívida pública ganharia então os traços que ainda hoje a caracterizam. As políticas econômicas que se sucedem ao Plano Cruzado tiveram de administrar um instrumento de diversos impactos no quadro econômico. A ameaça de fuga do mercado de dívida pública, em razão da alta concentração da demanda por haveres financeiros em títulos públicos tornava-se um risco de consequências imprevisíveis.

Cabe observar, também, que a partir de 1985 ganhara fôlego o processo de reformas institucionais visando estabelecer maior transparência e organicidade à administração das contas públicas. No âmbito de seus efeitos para o instrumento de dívida pública, cabe observar a separação de funções do Banco do Brasil e do Banco Central com o fim da conta-movimento e o processo de incorporação de diferentes programas que integravam o denominado Orçamento Monetário para o Orçamento Geral da União.

143 A LBC foi criada pela Resolução do Banco Central nº 1124 de 15/05/86 e os primeiros leilões de lotes de títulos datam apenas do início de julho. A denominação de títulos do Banco Central trazia explícita a mensagem de que tratava-se de títulos para a gestão de condições monetárias.

144 Os fundos ao portador seriam estendidos a corretoras e distribuidoras no início de 1987, auxiliando para ampliar o espectro de financiamentos para os títulos públicos com as condições de liquidez oferecidas.

Após a inclusão de seus resultados no Orçamento Geral da União entre 1986 e 1987, a administração da dívida pública seria transferida formalmente, em 1988, ao Tesouro Nacional juntamente com programas financeiros de natureza creditícia gestados no Orçamento Monetário.¹⁴⁵ A transferência teria relevância em si pela explicitação do financiamento e dos pagamentos referentes ao serviço da dívida mobiliária na peça orçamentária, em vista de que recuperava-se, também, um importante elemento de planejamento orçamentário.

Todavia, a mudança ocorreria num contexto em que a principal expressão dos problemas do endividamento público encontravam-se já em sua rolagem junto ao mercado e frente à ocorrência de diferentes fontes de pressão, que conduziam à administração de uma complexa estrutura de haveres e obrigações financeiras do setor público. De um lado, na presença de uma significativa participação dos movimentos de compra e venda que compõem um giro diário do estoque de dívida pública, ganhara relevância justamente a gestão da valoração dos títulos, refletindo tempestivamente a sua cotação em mercado, e os impactos financeiros daí decorrentes. O impacto de custos do endividamento público passam a ter, assim, uma expressão imediata para o descontrole das contas públicas, distanciando-se de uma concepção de administração do endividamento para as finanças públicas que leve em conta apenas a sua manifestação em fluxos captados nas colocações e vencimentos dos títulos e suas repercussões posteriores no orçamento.

De outro lado, as pressões exercidas pela desmonetização, pela absorção do impacto monetário do saldo exportador, pelos desembolsos externos e pelos mecanismos de financiamento de rolagem de dívida intra-setor público, os quais ganham maior expressão no período, contribuem para criar uma percepção cada vez mais complexa dos determinantes imediatos do endividamento mobiliário para as contas públicas.

Em suma, as expectativas de uma maior transparência e eficácia na gestão do endividamento público com a transferência para o Tesouro do controle das operações primárias de dívida pública, embora relevante e necessária, chocariam-se com as condições estruturais da gestão do instrumento de dívida mobiliária num contexto em que suas pressões advinham da rolagem das diferentes formas de endividamento e de seus reflexos na condução da política monetária.

Em 1988 com a transferência da administração da dívida mobiliária para o Tesouro, as LBC são substituídas pela Letras Financeiras do Tesouro, alteração que não representaria mudança significativa nas características dos títulos.

A política econômica dos dois últimos anos teria como preocupação central manter uma política restritiva para conter o processo inflacionário. A tentativa de regularização dos pagamentos externos na retomada das negociações com os credores após a saída da moratória unilateral em vigor em 1987 reestimularia as pressões sobre as contas monetárias. A estreiteza da base monetária e os mecanismos internos de refinanciamento do endividamento das entidades do setor público passaram a contribuir de forma mais adversa para o controle da política monetária. Junto às operações de mercado aberto ganham expressão também instrumentos de controle como os depósitos do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) e os depósitos dos exportadores pelo adiantamento de contratos de câmbio. As operações de mercado aberto, todavia, voltavam a adquirir um papel central na política econômica.

Um novo plano de desindexação seria implementado em janeiro de 1989. Junto ao congelamento de preços, o Plano Verão buscava introduzir uma política monetária centrada em elevadas taxas de juros como sustentáculo de todo o programa. A desconfiança dos agentes econômicos num plano alicerçado num dos mecanismos mais frágeis de política econômica, em vista da elevada demanda por liquidez concentrada em ativos financeiros públicos e da dependência do instrumento de mercado de dívida pública para refinar os passivos públicos e administrar o impacto monetário dos saldos cambiais, acabou por selar o fracasso do Plano.

145 Ver a respeito da evolução do tratamento orçamentário da dívida mobiliária no período 1986/1989, Santos (1990).

O fracasso do Plano Verão traria de volta a reindexação da economia com um elevado grau de desconfiança dos agentes econômicos em torno dos referenciais de preços e de remuneração de ativos e aplicações financeiras. A reindexação nesse contexto é sustentada, definitivamente, não mais por um referencial único ou convergente de preços mas pelo próprio processo de arbitragem em torno dos diferentes parâmetros como os próprios rendimentos financeiros.

O aumento do endividamento interno no segundo semestre de 1989 ocorre num contexto em que as remunerações oferecidas pelos títulos públicos expressam o processo de aceleração inflacionária e a tentativa de conter as especulações com os demais ativos líquidos da economia. Os determinantes do aumento do endividamento nesse contexto já se confundem com a própria aceleração da inflação, que aprofunda os desequilíbrios financeiros do setor público.

A ameaça de uma hiperinflação, que se tornara evidente ao longo do segundo semestre de 1989, marcaria a sucessão presidencial de 1990 colocando a questão da elevada liquidez dos ativos financeiros como um ponto central do debate. Levada aos seus extremos, a fragilidade financeira do setor público colocava a dívida mobiliária como um obstáculo fundamental a qualquer política de estabilização.

Surpreendendo seu eleitorado, a quem garantira na campanha eleitoral não tocar nas aplicações financeiras, o governo do Presidente Collor empossado em março de 1990, determinaria um bloqueio inusitado dos ativos financeiros da economia. O diagnóstico implícito do Plano Collor era o de que a fragilidade financeira do setor público representava um permanente elemento de instabilidade no processo de formação de preços e de que a massa de ativos financeiros líquidos retirava qualquer poder de arbitragem no controle dos movimentos especulativos, em vista da volatilidade de seus deslocamentos em relação aos demais ativos da economia.¹⁴⁶

O Plano foi anunciado como alicerçado numa reforma monetária, num ajuste fiscal e na política de rendas. Na primeira, todavia, residiria seu eixo primordial e determinante das demais, através de uma contração de liquidez sem precedentes que pretendia recuperar o poder de arbítrio do Estado sobre a moeda. O enfrentamento da questão da liquidez financeira foi feito essencialmente através de um congelamento de 80% dos ativos dos ativos financeiros, aplicados de forma generalizada, e que se estenderia a um prazo de um ano e meio com a devoluções programadas em 12 parcelas a partir do 19º mês. Tal medida - que embutiria ainda a desvalorização da dívida por conta de rendimentos nominais expurgados pelo feriado bancário antecipado, pela depressão nas cotações de ativos financeiros negociados após o choque e a cobrança do IOF etc., - repercutiria implicitamente na política fiscal.

A desvalorização e o alongamento compulsório do perfil da dívida mobiliária, implícita à medida, promoveria um significativo alívio à execução orçamentária do governo federal, residindo aí uma contribuição substantiva à política fiscal no sentido de reduzir o comprometimento imediato com o peso dos encargos financeiros, bem como no sentido de um afastamento da gestão dos fluxos de caixa em relação às pressões decorrentes do giro diário dos títulos.¹⁴⁷ Consoante com o objetivo macroeconômico de redução e contenção das necessidades de financiamento do setor público, o diferimento nos prazos de pagamentos da dívida mobiliária representaria uma trégua concedida ao equacionamento dos desequilíbrios financeiros públicos. O confisco financeiro pela forte contração da liquidez também possibilitaria a uma política de

146 Ver Oliveira (1990, pp. 213-226) e Guardia e Quadros (1992).

147 Com a contribuição ainda de amortizações feitas com recursos dos Resultados do Banco Central e da Remuneração das Disponibilidades de Caixa promoveria-se uma redução do estoque total de títulos públicos de US\$ 106,3 bilhões 1989 para US\$ 70,8 bilhões em 1991 nas posições de final de período. Os Resultados do Bacen provenientes das remunerações e das operações realizadas junto a um conjunto de contas ativas e passivas da instituição, alimentaram-se basicamente dos diferenciais de câmbio e correção monetária. O aumento da carteira do Banco Central, dados os títulos fora de circulação pela retenção dos ativos, surgem nas contas de partilhas dobradas como lastro aos cruzados novos retidos.

rendas a oportunidade de realizar alterações no "modus operandi" como atuavam os fatores de indexação monetária e cambial sobre o processo de formação de preços.

A administração conflituosa e a ausência de bases de apoio político e social na condução do Plano demonstrariam um alcance limitado da implementação e, talvez, até mesmo de algumas das premissas que pareciam apresentar uma lógica indiscutível em sua concepção. Deve-se observar apenas como um apontamento no domínio das questões discutidas neste trabalho, que o congelamento e a desvalorização da dívida mobiliária não alcançaram em profundidade a operacionalidade desse instrumento de política econômica frente às questões estruturais do setor público e a sua inserção. Os efeitos mais diretos destas foram, por assim dizer, suspensos na duração da repercussão das medidas tomadas. Questões como a da volatilidade dos títulos em mercado foram atacadas pela redução do float de recursos em mãos dos agentes financeiros e a criação dos fundos de aplicação financeira, ou outras medidas que embora impusessem travas mais efetivas a negociabilidade dos títulos, não retirariam um poder de arbitragem inerente a uma dívida constituída em torno de operações de curto prazo.

Não surpreenderia, neste aspecto, a comparação da situação imediata pós-plano com vistas à necessidade de geração de superávits de caixa pelo Tesouro para evitar o recurso a colocação líquida de títulos, com a situação mais recente da retomada do impacto monetário da entrada de recursos externos e a rápida recomposição do estoque de títulos públicos em mercado. Evidentemente os determinantes de natureza macroeconômica no espectro das relações financeiras com o exterior e no âmbito das restrições orçamentárias do setor público, junto à vieses de política econômica, jogam novamente um papel importante aqui. Todavia a recorrente vulnerabilidade do instrumento de dívida mobiliária, em vista do elevado grau de negociação dos seus ativos, faz transparecer ainda a natureza de um mercado de títulos públicos que é apoiada na ótica de gestão de uma indeferenciação dos seus tomadores e na expectativa de captação de recursos voláteis.

Conclusões

O objetivo deste trabalho foi analisar, através de sua evolução, as principais características da dívida mobiliária no Brasil a partir de sua implantação nas reformas financeiras dos anos 60. Procurou-se ainda discutir as principais relações que esta assumiria ao longo de todo o período frente a condicionantes estruturais da economia e aos objetivos mais imediatos delineados pela política econômica.

O instrumento de dívida pública criado em 1964 tinha como objetivo imediato o desenvolvimento de um instrumento de financiamento público destinado à cobertura de desequilíbrios orçamentários e à redução de pressões que estes exerciam sobre a incipiente estrutura de financiamento então existente. No bojo das medidas de reforma do sistema financeiro, a instituição da correção monetária nos títulos que caracterizaram sua implantação (as ORTN), trazia embutida a perspectiva de criar um instrumento capaz de preservar a valorização dos contratos financeiros e dar condições para o desenvolvimento da intermediação financeira.

Ainda na década de 60, o que em documentos oficiais sugeriria ser um desdobramento decorrente da própria evolução do sistema, na constituição de um conjunto de instrumentos para a política econômica no âmbito monetário-financeiro tornar-se-ia uma política orientada no sentido de formar o instrumento de dívida pública com características peculiares no Brasil. Esse movimento adquiriria duas faces. De um lado, o instrumento de mercado aberto - que se justificaria, talvez, em sua funcionalidade para a política monetária, mas que seria fundamentalmente estimulado pelos condicionantes estruturais relacionados à entrada de recursos financeiros externos - tornar-se-ia a ponta de lança da armação de um arcabouço institucional de elevada complexidade que confundiria a gestão das políticas fiscal e monetária.

De outro lado, no intuito de estimular o desenvolvimento do sistema financeiro e de consolidar um mercado de títulos públicos no Brasil, seriam oferecidas condições para a presença de uma elevada negociabilidade daqueles ativos e estimular-se-ia a formação de um instrumento de financiamento sustentado basicamente num mercado secundário ativo como fonte de captação de recursos.

No segundo capítulo, observamos que o instrumento de dívida pública manifesta uma certa funcionalidade com o padrão de financiamento que emergira das reformas. Além de servir predominantemente à absorção do impacto monetário de recursos externos até 1973 e à orientação de uma política que se utilizava dos diferenciais de juros internos e externos para a atração daqueles recursos, o instrumento adquirira: uma presença saliente entre mecanismos de regulação monetária, uma participação importante na estrutura de haveres financeiros da economia, uma participação no repasse de fundos intra-setor público etc.

Algumas disfunções todavia já transpareciam. Estas manifestaram-se ao longo dos anos 70 sob a forma de pelo menos três características presentes na formação e na implementação de ações pelo instrumento de dívida pública.

A primeira, fora a presença dos títulos públicos como ativos financeiros de elevada negociabilidade amparada nos mecanismos de acordo de recompra, que resultara num mercado secundário ativo como um fator de sustentação determinante da colocação de títulos públicos. Um elevado grau de dependência de um mercado monetário para as colocações de títulos públicos, na ausência de outras fontes de financiamento ou de mecanismos alternativos que dessem outra conformação ao mercado de títulos, tornaria a administração da dívida mobiliária bastante suscetível às oscilações das expectativas e às condições de liquidez típicas do comportamento desse mercado. O que se evidenciaria na segunda metade dos anos 70.

A segunda estava no seu envolvimento junto à evolução de desajustes do sistema de intermediação, manifestos no descasamento de prazos e presença de riscos nas operações ativas e

passivas, na presença de diferentes unidades de conta como indexadores de contratos e na dependência de recursos externos e repasses de fundos públicos. Como procuramos salientar, a formação de um "locus" de arbitragem para operações de curtíssimo prazo em torno dos títulos públicos no sistema financeiro esteve intrinsecamente relacionada a desajustes e movimentos especulativos ocorridos no sistema de intermediação.

Um terceiro aspecto constitutivo, fruto das peculiaridades institucionais de sua gestão e referendado na implementação das sucessivas políticas econômicas, seria o seu papel e a posição peculiar que assumiu como um instrumento de administração da política monetária. Frente a alternativas possíveis na gestão do instrumento de dívida pública, que não exigem a indiferenciação dos seus tomadores ou a uniformização das características dos títulos, e especialmente na ausência de delimitação clara de seus objetivos fiscais e monetários, predominaria a sua utilização como um instrumento de acomodação de desvios da programação monetária. Em virtude dos resultados esperados de suas ações no campo monetário através do controle da liquidez e da administração das taxas de juros, e em razão da maleabilidade institucional conferida à sua gestão, o instrumento de dívida pública, mesmo compreendendo fins fiscais, apoiara-se quase que exclusivamente na operacionalidade de um instrumento flexível da gestão monetária.

Uma consideração relativa às contradições herdadas dos anos 70 diz respeito ao seu papel enquanto instrumento de financiamento para o setor público. Frente à complexidade institucional do setor público brasileiro e ao papel da autoridade monetária como uma bancadora em última instância de uma ampla gama de operações de expressão cambial, monetária ou fiscal, a funcionalidade mais específica de uma fonte de captação de recursos para a realização de gastos e que exige cuidados específicos na administração de seu serviço perderia sua dimensão originária. As pressões exercidas nos anos 80 sobre essa fonte esbarrariam inevitavelmente nas limitações que o instrumento já vinha adquirindo ao longo de toda sua formação.

Sob condições de deterioração das contas externas, o instrumento é mais uma vez acionado em 1981 como parte de uma política econômica contracionista visando o ajuste da economia às novas condições. As ações de política econômica frente aos condicionantes externos, antes e após a interrupção dos fluxos financeiros externos, contribuiriam para gerar uma forte instabilidade financeira na economia.

Embora a articulação do instrumento de dívida pública demonstrasse alguma funcionalidade à transferência externa de recursos financeiros para o país, a inversão da direção desses fluxos deixaria manifestas as restrições intrínsecas à utilização do instrumento pelas condições que assumia na dinâmica financeira interna. Os desequilíbrios patrimoniais do setor público, expressos inicialmente no elevado endividamento externo concentrado no setor produtivo estatal, percorreriam uma trajetória de transferência de seus ônus financeiros e de pressões para o governo central sem que este reformasse os esquemas de gestão e de financiamento interno pré-crise cambial. Paralelamente, a tendência à contração dos fluxos correntes tradicionais de financiamento do setor público (as receitas de tributos e de produtos e serviços públicos, o financiamento monetário) agravariam os desequilíbrios orçamentários e financeiros do setor público determinando também pressões recorrentes sobre a gestão da dívida mobiliária.

Junto a esse quadro de pressões exercidas pelos desajustes patrimoniais do setor público, a reversão de expectativas dos agentes econômicos com a crise cambial, pelas reações em termos de decisões de produção e investimento e seus ajustes financeiros, e pelo redirecionamento da economia, a geração dos superávits comerciais tornaram-se uma armadilha para a gestão monetária. A instabilidade das expectativas em relação às regras contratuais que tem início com as desvalorizações cambiais abruptas de 1979 e 1983, permaneceriam desde então como um elemento subjacente à gestão do instrumento de dívida pública que já avançara antes dos choques para uma intervenção mais direta no processo de refinanciamento diário dos títulos em mercado.

Em meados da década, a dívida mobiliária já assumira um papel relevante entre os condicionantes da instabilidade financeira da economia que seria agravada pela exaustão da transferência de passivos externos ao Bacen. Embora os encargos financeiros do setor público, e os da dívida mobiliária, apresentem alguma retração na segunda metade dos anos 80 em vista de condições externas e das desvalorizações do estoque de dívida interna implícitas aos choques econômicos e aos surtos de aceleração inflacionária, o comportamento dos agentes econômicos frente aos desequilíbrios patrimoniais do setor público se impõem como um condicionante limite de todas as ações de política econômica.

A função de lastro da moeda indexada exercida pelos títulos públicos, após uma longa evolução das práticas de gestão da dívida e frente às condições macroeconômicas adversas, parece manifestar a resultante da formação histórica de um mercado de dívida pública em torno de aplicações voluntários quase que exclusivamente centrada em recursos de curtíssimo prazo. Ela faz transparecer que os alicerces sobre os quais o instrumento foi e ainda vem sendo gestados apontam para a existência não apenas de limites estruturais em vista da sustentabilidade e de condições de solvência de uma dívida pública que efetivamente agravaram sua condição. Apontam também para as especificidades e restrições que este instrumento de intervenção pública assume com práticas financeiras e a formação do sistema de intermediação.

Entre essas especificidades encontra-se uma recorrente utilização do instrumento de mercado aberto para a própria colocação de títulos públicos e de sua operacionalidade entre os mecanismos de regulação monetária, praticamente sobrepondo-se a instrumentos tradicionais como o compulsório e o redesconto. Além das condições que contribuiriam para uma opção para essa forma de operacionalização do instrumento, pela abertura financeira externa da economia brasileira e, depois, pela própria instabilidade financeira com os títulos públicos sendo utilizados como lastro da moeda indexada, o instrumento fora alçado a essa posição pelo estímulo ao desenvolvimento da intermediação financeira e pela gestão dos desajustes estruturais do próprio sistema financeiro.

Outra dessas especificidades advém do que identificamos como a presença de um mercado secundário ativo como fator de sustentação de suas operações, fator que é correlato ao acima apontado. Também aqui, além das condições que nos anos oitenta determinariam a disseminação e a mais elevada liquidez dos títulos públicos, cabe observar suas origens e a sua evolução. Contrastando com uma diversidade de objetivos e técnicas de gestão do instrumento em várias economias, no Brasil o instrumento adquiriu pouca diferenciação em seus aspectos operacionais no que diz respeito a suas relações com o sistema de intermediação e a demais tomadores. A pouca diversidade de títulos em características como a de remuneração e prazos aliadas a um tratamento quase que indiferenciado dos tomadores e à facilidades de negociação entre agentes com os títulos, deixam transparecer sua orientação recorrente a um espectro amplo de tomadores. Isto a despeito de objetivos distintos que poderiam ser conferidos ao carregamento ou às aplicações em ativos financeiros públicos partindo de bancos e demais agentes da intermediação, agentes financeiros e não-financeiros, ou à esquemas de mobilização de recursos financeiros entre fundos públicos ou institucionais ou segmentos específicos do sistema creditício. Um mercado secundário ativo parece ser a consequência de um estímulo inicial à implementação e de uma ótica de gestão recorrentemente voltada a administração das condições de liquidez e à política de juros mais do que à objetivos de maior abrangência que que deveriam compreender uma política de dívida pública.

Estas especificidades inscrevem-se no âmbito das considerações que procuramos fazer sobre características e aspectos da gestão do instrumento de dívida pública na economia brasileira. A participação da dívida mobiliária nos problemas estruturais da economia brasileira envolvem questões fundamentais como a sua inserção no estreitamento das fontes internas de financiamento e a sua própria contribuição ao agravamento do quadro de instabilidade econômica. Embora a recuperação das fontes internas de financiamento envolvem ainda dificuldades significativas, um reordenamento financeiro interno sempre adiado e que permita essa recuperação deverá enfrentar inevitavelmente aspectos identificados na constituição do instrumento de dívida pública na economia brasileira.

BIBLIOGRAFIA

AGLIETTA, Michel e ORLEAN, André

1990 *A violência da moeda*. São Paulo: Brasiliense.

ALMEIDA, Júlio Sérgio Gomes

1980 *As Finanças da Reforma do Mercado de Capitais*. Tese de Mestrado (DEPE).

1984 *As Reformas Financeiras de 1964-65: Objetivos, Rumos e Desvios*. Texto para Discussão 59, Rio de Janeiro: FEA-UFRJ.

ALMEIDA, Julio Sérgio Gomes de, et alli

1988 *Evolução e Impasses do Crédito*. Relatórios de Pesquisa IESP/FUNDAP nº 4; São Paulo: IESP/FUNDAP.

ALVES, Silvio Rodrigues

1989 *Tratamento da Correção Monetária dos Juros da Dívida Interna*. in Revista de Economia Política 3 (9), 68-83; São Paulo: Brasiliense.

ASSIS, José Carlos de

1984 *Os Mandarins da República*. Rio de Janeiro: Paz e Terra.

1983 *A Chave do Tesouro*. Rio de Janeiro: Paz e Terra.

BAER, Mônica

1986 *A Internacionalização Financeira do Brasil*. São Paulo: Vozes.

1993 *O Rumo Perdido: A Crise Fiscal e Financeira do Estado Brasileiro*. Rio de Janeiro: Paz e Terra.

BANCO CENTRAL DO BRASIL

1976-1984 *Documentos Normativos, volumes I, II e III*, Brasília: DEMAP/Banco Central.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (vários números)

Boletim Mensal.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (vários números)

Relatório Anual.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (vários números)

Relatório de Atividades DEMOB. Brasília. DEMOB/BACEN.

BARROS, Luis Carlos Mendonça de

1985 *Indexação e Desindexação: Debate a Ser Retomado.* Revista Fundação SEADE/São Paulo em Perspectiva 1(3); São Paulo: SEADE.

1992 *A Moeda Indexada: Uma Experiência Brasileira.* in *Economia e Sociedade* nº 1; Campinas: Instituto de Economia-Unicamp.

BATISTA JR., Paulo Nogueira

1988 *Fluxos Financeiros Internacionais para o Brasil desde o final da Década de 1960.* in "Novos Ensaios sobre o Setor Externo da Economia Brasileira", Rio de Janeiro: IBRE-FGV.

1988 *Formação de Capital e Transferências de Recursos ao Exterior.* in "Novos Ensaios sobre o Setor Externo da Economia Brasileira", Rio de Janeiro: IBRE-FGV.

1990 *Superávit Primário, Encargos Financeiros e Dívida do Setor Público: 1983/1988.* São Paulo: ILDES.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello e ALMEIDA, Julio Sérgio Gomes de

1992 *A Crise da Dívida e suas Repercussões na Economia Brasileira.* in Belluzzo, L. G. M e Batista Jr., P. N. (orgs) "A Luta pela Sobrevivência da Moeda Nacional", Rio de Janeiro: Paz e Terra.

BIASOTTO JR, Geraldo

1988 *Endividamento Externo e Desequilíbrio Financeiro do Setor Público na Primeira Metade dos Anos Oitenta.* Tese de Doutorado, mimeo; Campinas: Instituto de Economia-Unicamp.

BONTEMPO, Hélio Cezar

1988 *Subsídios e Incentivos: Uma Avaliação Quantitativa Parcial.* mimeo; Brasília: DEPEC/BACEN.

1988 *Transferências Externas e Financiamento do Governo Federal.* in "Novos Ensaios sobre o Setor Externo da Economia Brasileira", Rio de Janeiro: IBRE-FGV.

BRANDÃO, Carlos

1985 *Dívida Pública e Mercado Aberto no Brasil*. Coletânea de textos, Rio de Janeiro: ANDIMA.

1989 *A Dívida Pública Interna, seus Problemas e Soluções*. Partes I e II publicadas in *Conjuntura Econômica* 43 (10), outubro de 1989; Rio de Janeiro: FGV.

BULHÕES, Otávio Gouveia

1964 *O Crédito Público e o Mercado de Capitais*, in *Revista de Finanças Públicas*, out.-dez.

1966 *Política de Combate Gradativo à Inflação*. *Revista de Finanças Públicas*, out.-dez.

CARNEIRO, Ricardo de Medeiros

1991 *Crise, Estagnação e Hiperinflação*. Tese de Doutorado, Campinas: Instituto de Economia - Unicamp.

CAVALCANTI, Carlos Brandão

1988 *Transferência de Recursos ao Exterior e Substituição de Dívida Externa por Dívida Interna*. Dissertação de Mestrado apresentada a UNB; Rio de Janeiro: BNDES.

COSTA, Fernando Nogueira da, e Goldenstein, Lúcia

1988 *Mercado Financeiro*. Relatórios de Pesquisa IESP/FUNDAP nº 6, São Paulo: IESP/FUNDAP.

COSTA, Fernando Nogueira da

1986 *Ajuste-Desajuste-Reajuste: o Sistema Financeiro na Crise dos Anos 80*. in *Análise e Conjuntura*, 1 (3): 50-72; Belo Horizonte:

CRUZ, Paulo Davidoff

1984 *Dívida Externa, Política Econômica e Padrões de financiamento: A Experiência Brasileira nos Anos Setenta*. Tese de Doutorado, mimeo; Campinas: DEPE-IFCH-Unicamp.

FENDT, Roberto

1977 *Mercado Aberto e Política Monetária*. Rio de Janeiro: IBMEC.

FERREIRA, Edésio Fernandes

1977 *A Política Monetária no Brasil - O orçamento monetário*. Banco Central do Brasil, Brasília, set. de 1977, mimeo.

FRAY, Luigi

- 1961 *Desenvolvimento Econômico e Estrutura do Mercado Financeiro*. Rio de Janeiro: Zahar.

FRENKEL, Roberto, FANELLI, José Maria e DAMILL, Mario

- 1991 *Shock Externo y Desequilibrio Fiscal. La macroeconomía de América Latina en los Ochenta: Brasil, Chile*. CEDES/CEPAL

GOLDENSTEIN, Lúcia

- 1985 *Da Heterodoxia ao FMI: A Política Econômica de 1979 a 1982*. Campinas: DEPE-Unicamp.

HADDAD, Cláudio

- 1985 *A Dívida Pública no Brasil e Outros Textos*. Rio de Janeiro: ANDIMA.

LAGO, Luiz Aranha Corrêa do

- 1989 *Uma Revisão do Período do "Milagre": Política Econômica e Crescimento, 1967-1973*. Texto para Discussão 235, Rio de Janeiro: PUC-RJ.

LAMY, José Alfredo

- 1985 *Mercado Aberto e Política Monetária: A experiência Brasileira recente*. Coleção Temas e Teses Andima nº 1. Rio de Janeiro: ANDIMA.

LUNDEBERG, Eduardo Luís

- 1985 *Orçamento Monetário e a Socialização dos Prejuízos Cambiais*. in *Revista de Economia Política* 5(1); São Paulo: Brasiliense.

MACARINI, José Pedro

- 1984 *Um Estudo da Política Econômica do "Milagre" Brasileiro (1969-1973)*. Dissertação de mestrado, Campinas: DEPE-Unicamp.

MEEK, Paul

- 1984 *Política Monetária e Mercado Financeiro nos Estados Unidos*, Andima, APEC, Rio de Janeiro.

MINELLA, Ary Cesar

- 1988 *Banqueiros. Organização e Poder Político no Brasil, Espaço e Tempo* AMPUCS, Rio de Janeiro.

MINSKY, Hyman P.

1986 *Stabilizing an Unstable Economy*. Yale University Press

MUNHOZ, Dércio Garcia

1984 *Os Déficits do Setor Público Brasileiro: Uma Avaliação*. Texto para Discussão nº 123, mimeo; Brasília: Depto. de Economia-UNB.

OECD

1982-1983 *Government Debt Management: objectives and techniques (vol. I) debt instruments and selling techniques (vol. II)*. Paris: OECD

OLIVEIRA, Fabrício Augusto de

A Reforma Tributária de 1966 e a Acumulação de Capital no Brasil. Ed. Brasil-Debates.

1981 *A Reforma Tributária de 66 e a acumulação de capital no Brasil São Paulo*: Brasil-Debates.

1985 *A Crise do Sistema Fiscal Brasileiro - 1965-83*. Tese de doutoramento apresentada ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas. Campinas:UNICAMP

OLIVEIRA, Fabrício Augusto de (coord.)

1987 *Déficit e Endividamento do Setor Público*. Relatórios de Pesquisa IESP nº 5. São Paulo. IESP/FUNDAP.

OLIVEIRA, João do Carmo

1986 *"Reordenamento Financeiro do Governo Federal: Implicações da Lei Complementar nº 12"*. Mimeo: UNB/SEPLAN.

PAULA, Tomás Brunginski

1989 *Padrões de Financiamento do Setor Público: Uma Análise do Sistema Fiscal e do Setor Produtivo Estatal no Brasil*. Tese de doutorado apresentada ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas. Campinas:UNICAMP.

PEREIRA, José Eduardo Carvalho

1974 *Financiamento Externo e Crescimento Econômico no Brasil: 1966/73*. Rio de Janeiro, IPEA.

ROBINSON, David J. e PETER, Stella

- 1988 *Amalgamating Central Banks and Fiscal Deficits in measurement of Fiscal Impact - Methodological Issues*, ed. Mario I Blejer e ke-young chu, IMF, Occasional paper nº 59, june.

SILVA, Adroaldo Moura da

- 1979 *Intermediação Financeira no Brasil: Origens, Estrutura e Problemas*. São Paulo: FIPE-USP.

SILVA, Maria da Conceição

- 1976 *A Dívida do Setor Público Brasileiro*. Relatório de Pesquisa 32, Rio de Janeiro: IPEA/INPES.

SIMONSEN, Mário Henrique

- 1965 *O Mercado Brasileiro de Capitais*. EPEA.

SOUZA, Ubiratan Jorge Iorio de, (coordenador) et alli

- 1986 *Um Estudo sobre o "Open Market" no Brasil: Análise Crítica e Sugestões Pesquisa realizada para o IBMEC-Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC. mimeo.

TAVARES, Maria da Conceição

- 1978 *O Sistema Financeiro Brasileiro e o Ciclo de Expansão Recente*. in *Desenvolvimento Capitalista no Brasil - nº 2*, São Paulo (1983): Brasiliense.
- 1987 *O Desequilíbrio Financeiro do Setor Público in Boletim de Conjuntura Instituto de Economia Industrial/Universidade Federal do Rio de Janeiro*, mimeo, vol. 7, nº 4.

TEIXEIRA, Eduardo

- 1990 *O Déficit e a Crise das Finanças Públicas: 1982-87*. Tese de Mestrado apresentada ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas. Campinas:UNICAMP.

ZINI JR., Alvaro Antonio

- 1982 *Uma Avaliação do Setor Financeiro no Brasil: Da Reforma de 1964/65 à Crise dos Anos Oitenta*. Campinas: DEPE-IFCH-Unicamp.