

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

INSTITUTO DE ECONOMIA

MESTRADO EM ECONOMIA

*Este exemplar corresponde ao original da
dissertação defendida por André Minella em
18/12/95 e orientada pelo Prof. Dr. Luiz Carlos
Mendonça de Barros.
CPG/IE, 18/12/95.*



A INDEXAÇÃO DOS CONTRATOS FINANCEIROS EM
CONTEXTO DE ALTA INFLAÇÃO: O CASO BRASILEIRO (1964-1990)

André Minella

Orientador: Prof. Luiz Carlos Mendonça de Barros

Dissertação apresentada ao Instituto de Economia da Universidade
Estadual de Campinas como requisito parcial para a obtenção
do título de Mestre em Economia

Campinas

Novembro de 1995

| | |
|--------------|-------------------------------------|
| UNIDADE | BC |
| N.º CHAMADA: | Unicamp |
| | M662i |
| V. | E. |
| TEMPO DC/ | 26 885 |
| PROD. | 067/96 |
| C | <input type="checkbox"/> |
| D | <input checked="" type="checkbox"/> |
| PREÇO | R\$ 11,00 |
| DATA | 05/03/96 |
| N.º CPD | |

CM-0 008 481 0-5

**FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELO
CEDOC/IE DA UNICAMP**

| | |
|-------|---|
| M662i | <p>Minella, André</p> <p>A indexação dos contratos financeiros em contexto de alta inflação: o caso brasileiro (1964-1990) / André Minella. - Campinas : [s.n.], 1995.</p> <p>Orientador : Luiz Carlos Mendonça de Barros Dissertação (mestrado) - Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia.</p> <p>1. Finanças - Brasil. 2. Indexação (Economia) - Brasil. 3. Contratos - Finanças - Brasil I. Barros, Luiz Carlos Mendonça de. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.</p> |
|-------|---|

AGRADECIMENTOS

Fazer uma dissertação é, antes de mais nada, um teste. É uma prova de resistência e perseverança. Infelizmente seu raio de ação não se circunscreve tão somente aos momentos de solidão a dois. Ele se expande e carrega de roldão todos os que estão próximos - colegas, amigos, familiares, namorada. Nada escapa a essa batalha que parece interminável.

Mas um dia ela finda - só aguardando o próximo round do doutorado -, e horas, meses, anos de envolvimento de outras pessoas são reduzidos a três páginas. Certamente não se pretende saldar, de forma imediata, essa dívida de longo prazo. Para alguns, já estou na lista dos devedores inadimplentes. Horas de pesquisa têm seu retorno intelectual; horas de afeto perdidas jamais são recuperadas.

O desenvolvimento de parcela desta dissertação ocorreu no âmbito da Fundação de Economia Estatística (FEE) em Porto Alegre, onde, acredito eu, de estudante de economia me transformei em economista. Nesse sentido, foi fundamental a experiência de editor da Carta de Conjuntura. Fiz também muitas amizades, que, por receio de ser injusto, prefiro não nominá-las. Lá, devo aos colegas Luiz

A.E. Faria e Octavio A.C. Conceição a disponibilidade de tempo para avançar na dissertação. Por sua vez, o ingresso no Banco Central, no final deste trabalho, auxiliou-me a desvendar os normativos do sistema financeiro.

Ao mesmo tempo, o exercício da docência na PUCRS, o qual agradeço ao prof. Carlos Nelson dos Reis, dentro de um projeto de reestruturação do curso de ciências econômicas, contribuiu para tornar permanente a inserção acadêmica, freqüentemente vulnerável a tantas outras tentações e injunções.

O exercício de solidão da dissertação apenas foi quebrado com as críticas, sugestões e observações dos amigos Aod Cunha de Moraes Jr. e Bolivar T. Moura Neto. Premidos pela relação de amizade, não se furtaram a dedicar boa parcela do seu tempo - páginas e mais páginas de leitura - para contribuir com este trabalho. Da mesma forma, a banca de avaliação do projeto, composta pelo orientador e pelos profs. Fernando Nogueira da Costa e Monica Baer, fez-me desviar de um rumo que não chegaria a bom termo.

Por sua vez, o professor orientador Luiz Carlos Mendonça de Barros realizou uma leitura atenta e minuciosa deste trabalho, contribuindo de forma significativa para o produto final. As suas observações tornaram mais rico e simultaneamente menos prolixo esse texto.

Contudo a maior dívida de qualquer dissertação certamente está no item "passivo afetivo". Os amigos, além de terem de (não)conviver com alguém provido de pouco tempo para a vida so-

cial, foram fundamentais para "não deixar a peteca cair". Nos almoços com André Contri, Bolívar e Eduardo Lacher, as "questões da vida" são digeridas e elaboradas.

A dívida maior aqui é com o grande amigo, prof. Aod, meu grande interlocutor de todas as questões, encruzilhadas, sonhos, frustrações com que nos defrontamos, seja na área intelectual ou afetiva. Mantenho acesa a chama acadêmica muito por causa do teu estímulo.

Por sua vez, os meus pais, Pedro e Amélia, exatamente por não terem tido o privilégio do estudo, apoiaram, com muita sabedoria, todo um projeto de vida calcado no desconforto com a falta do conhecimento.

Mas existe uma pessoa que deu parcela de si para isso tornar-se realidade. Suportou meu stress e minha ausência. Retribuiu com alegria e paixão. Ângela, parte de ti está aqui. Nesse caminho inóspito da dissertação, tu me fizeste ser gente. Obrigado por tudo.

SUMÁRIO

LISTA DE TABELAS, QUADRO E GRÁFICOS

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

RESUMO

| | |
|--|----|
| INTRODUÇÃO | 1 |
| 1. CONTRATOS FINANCEIROS, ALTA INFLAÇÃO E INDEXAÇÃO | 5 |
| 1.1. CONTRATOS E ESTRUTURA FINANCEIRA DOS AGENTES: ASPECTOS GERAIS | 6 |
| 1.1.1. O fluxo de rendimento dos ativos e a decisão de portfólio | 8 |
| 1.1.2. Os "atributos" do passivo e as estruturas financeiras . | 17 |
| 1.1.3. As instituições financeiras | 19 |
| 1.2. O CONTEXTO DE ALTA INFLAÇÃO E SUAS IMPLICAÇÕES | 22 |
| 1.2.1. A alteração nas eficiências marginais dos ativos | 24 |
| 1.2.2. Os benefícios decorrentes da utilização da indexação .. | 31 |
| 2. OS PROBLEMAS NA FORMAÇÃO DE UM CIRCUITO FINANCEIRO INDEXADO | 37 |
| 2.1. ASPECTOS TEÓRICOS | 38 |
| 2.1.1. A relutância na oferta de ativos indexados | 38 |
| 2.1.2. A demanda de ativos indexados, o rendimento implícito e a "poupança popular" | 49 |
| 2.1.3. Outros fatores apontados como limitadores da indexação. | 52 |
| 2.2. O CASO BRASILEIRO | 59 |
| 2.2.1. Origem e evolução do sistema de indexação no Brasil: um panorama | 59 |
| 2.2.2. As instituições financeiras | 66 |
| 2.2.3. As empresas não-financeiras | 81 |
| 2.2.4. A demanda de ativos indexados | 89 |

LISTA DE TABELAS, QUADRO E GRÁFICOS

TABELAS

| | |
|--|-----|
| TABELA 1 - Participação, por grupo, no crescimento real do total dos haveres financeiros não-monetários - 1967-1978 | 69 |
| TABELA 2 - Variação anual da taxa de câmbio - 1969-1979 | 71 |
| TABELA 3 - Taxa de crescimento real, por grupo, dos haveres financeiros não-monetários - 1967-1978 | 76 |
| TABELA 4 - Taxa anual de juros do crédito rural: nominal, deflacionada pelo IGP-DI e pela ORTN - 1970-1980 | 87 |
| TABELA 5 - Participação, por prazo de vencimento, nos acordos de recompra a preço fixo - mar./1977/dez./1988 | 123 |
| TABELA 6 - Mercado secundário de LTN: coeficiente de rotatividade em dias - 1972-1981 | 124 |
| TABELA 7 - Prazo médio dos títulos federais em circulação - 1965-1985 | 143 |
| TABELA 8 - Leilões de ORTN: participação, por prazo de emissão, nas colocações primárias junto às instituições financeiras - 1979-1985 | 146 |
| TABELA 9 - Leilões de LTN: participação, por prazo de emissão, nas colocações primárias junto às instituições financeiras - 1975-1986 | 151 |
| TABELA 10 - Evolução das fórmulas e do valor da correção monetária (ORTN/OTN/BTN) - jan./1967-mar./1990 | 180 |
| TABELA 11 - Variação anual da ORTN/OTN/BTN - 1967-1989 | 182 |
| TABELA 12 - Taxa efetiva de juros acumulada de títulos públicos federais no overnight, deflacionada segundo vários índices - mar./1989-fev./1990 | 212 |

| | |
|---|------------|
| 2.2.5. O Sistema Financeiro da Habitação | 96 |
| 3. O ENCURTAMENTO DOS PRAZOS CONTRATUAIS E AS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS | 107 |
| 3.1. ASPECTOS TEÓRICOS | 108 |
| 3.1.1. A mudança no perfil dos contratos financeiros | 111 |
| 3.1.2. As instituições financeiras | 113 |
| 3.1.3. As "quase-moedas" | 116 |
| 3.2. O CASO BRASILEIRO | 117 |
| 3.2.1. As instituições financeiras e o encurtamento dos prazos contratuais | 118 |
| 3.2.1.1. O desenvolvimento das cartas de recompra e as primeiras reduções dos prazos formais: 1974-1979..... | 120 |
| 3.2.1.2. O grande desenvolvimento das operações <i>overnight</i> e a convergência para o curto prazo: 1980-1985 | 127 |
| 3.2.1.3. A completa generalização das quase-moedas e a polarização da riqueza financeira no curtíssimo prazo: 1986-1990 | 131 |
| 3.2.1.4. A redução dos prazos dos contratos indexados | 136 |
| 3.2.2. A redução dos prazos da dívida pública mobiliária federal | 140 |
| 3.2.2.1. As ORTNs como instrumento de política monetária: 1966-1971 | 141 |
| 3.2.2.2. O crescimento do prazo médio: 1972-1975 | 142 |
| 3.2.2.3. O início da pressão pelo encurtamento: 1976-1979 | 144 |
| 3.2.2.4. As ORTNs dolarizadas de cinco anos e o aumento do prazo médio: 1980-1982 | 146 |
| 3.2.2.5. O lançamento de títulos de menor vencimento e a forte redução dos prazos médios: 1983-1985 | 149 |
| 3.2.2.6. As tentativas de alongamento e a convergência para o curto prazo: 1986-1990 | 153 |
| 3.2.3. As quase-moedas, os títulos públicos e a forma de atuação do Banco Central | 158 |
| 4. A QUALIDADE DO INDEXADOR | 165 |
| 4.1. ASPECTOS TEÓRICOS | 165 |
| 4.1.1. Características de um indexador perfeito | 167 |
| 4.1.2. Fontes de imperfeição da indexação | 170 |
| 4.1.3. Fases dos indexadores | 172 |
| 4.1.4. A indexação oficial e o risco indexador | 174 |
| 4.2. O CASO BRASILEIRO | 177 |

| | |
|--|-----|
| 4.2.1. As fases dos indexadores e sua perfeição | 178 |
| 4.2.1.1. A defasagem: 1964-1976 | 179 |
| 4.2.1.2. O componente redutor: 1976-1979 | 189 |
| 4.2.1.3. A pré-fixação: 1980 | 193 |
| 4.2.1.4. A aproximação com a inflação corrente e um novo expurgo: 1981-1984 | 194 |
| 4.2.1.5. A tentativa de redução da incerteza gerada pela indexação: 1985 | 198 |
| 4.2.1.6. A primeira tentativa de desindexação e a criação das LBCs: 1986 | 201 |
| 4.2.1.7. A indexação pela inflação corrente, a indexação ao <i>overnight</i> e a indexação diária: 1986-1990 | 204 |
| 4.2.2. O rendimento dos ativos indexados: o caso dos depósitos de poupança e das aplicações no <i>overnight</i> ... | 213 |
| 4.2.3. A indexação oficial e o risco governo | 220 |
| CONCLUSÃO | 231 |
| BIBLIOGRAFIA | 238 |

| | |
|---|-----|
| TABELA 13 - Rendimento real dos depósitos de poupança - 1970-1989 | 214 |
| TABELA 14 - Taxa efetiva de juros de títulos públicos federais no overnight - 1980-1989 | 219 |

QUADRO

| | |
|--|-----|
| QUADRO 1 - Evolução dos prazos mínimos de vencimento dos depósitos a prazo fixo e das letras de câmbio pré-fixados - 1966 - 1989 | 119 |
|--|-----|

GRÁFICOS

| | |
|---|-----|
| GRÁFICO 1 - Taxa mensal de inflação (IGP-DI) - jan./1967-dez./1979 | 68 |
| GRÁFICO 2 - Taxa mensal de inflação (IGP-DI) - jan./1980-mar./1990 | 79 |
| GRÁFICO 3 - Participação, por grupo, no total dos haveres financeiros não-monetários - 1966-1978 | 91 |
| GRÁFICO 4 - Participação, por grupo, entre os tomadores de ORTN - 1965-1973 | 91 |
| GRÁFICO 5 - Evolução do M1 e dos títulos federais em poder do público em relação ao PIB - 1970-1989 | 128 |
| GRÁFICO 6 - Composição dos haveres financeiros não-monetários - dez./1979-fev./1990 | 129 |
| GRÁFICO 7 - Evolução do valor real da dívida mobiliária federal fora do BACEN - jan./1970-mar./1990 | 130 |
| GRÁFICO 8 - Composição da dívida mobiliária federal fora do BACEN - dez./1969-fev./1990 | 145 |
| GRÁFICO 9 - Evolução do valor real da ORTN/OTN/BTN - jan./1967-mar./1990 | 181 |
| GRÁFICO 10 - Evolução do valor real da ORTN e da ORTN simulada - nov./1972-mar./1974 | 187 |
| GRÁFICO 11 - Evolução do valor real da ORTN e da ORTN simulada - jul./1975-jun./1976 | 188 |
| GRÁFICO 12 - Evolução do valor real da ORTN e das ORTNs simuladas 1 e 2 - jun./1976-fev./1980 | 191 |
| GRÁFICO 13 - Evolução do valor real da ORTN e das ORTNs simuladas 3 e 4 - jun./1976-fev./1980 | 192 |

| | |
|--|-----|
| GRÁFICO 14 - Variação mensal da ORTN e do INPC - jan./1981- fev./1983 | 195 |
| GRÁFICO 15 - Variação mensal da ORTN e do IGP-DI - maio-set./ 1985 | 200 |

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANDIMA - Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto

APE - Associação de Poupança e Empréstimo

BACEN - Banco Central do Brasil

BNDE - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico

BNH - Banco Nacional da Habitação

BTN - Bônus do Tesouro Nacional

CD - Certificado de Depósito

CDB - Certificado de Depósito Bancário

CDI - Certificado de Depósito Interfinanceiro

CES - Coeficiente de Equiparação Salarial

DPF - Depósito a prazo fixo

FCVS - Fundo de Compensação de Variações Salariais

FGTS - Fundo de Garantia do Tempo de Serviço

FGV - Fundação Getúlio Vargas

IBGE - Fundação Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

IGP-DI - Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna

INPC - Índice Nacional de Preços ao Consumidor

IPA-DI - Índice de Preços por Atacado - Disponibilidade Interna

IPC - Índice de Preços ao Consumidor

IPCA - Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo

LBC - Letra do Banco Central

LC - Letra de câmbio

LFT - Letra Financeira do Tesouro

LI - Letra imobiliária

LTN - Letra do Tesouro Nacional

LTNF - Letra do Tesouro Nacional com taxa de juros flutuante

MF - Ministério da Fazenda

ORTN - Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional

OTN - Obrigação do Tesouro Nacional

PASEP - Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público

PES - Plano de Equivalência Salarial

PIB - Produto Interno Bruto

PIS - Programa de Integração Social

SBPE - Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo

SCI - Sociedade de Crédito Imobiliário

SELIC - Sistema Especial de Liquidação e Custódia

SFH - Sistema Financeiro da Habitação

UPC - Unidade Padrão de Capital

RESUMO

A indexação dos contratos financeiros foi concebida, tanto teoricamente como quando de sua introdução no Brasil, como mecanismo fundamental que neutralizaria os efeitos da inflação. Ela evitaria a redistribuição inesperada de renda, protegeria os "pequenos poupadores", eliminaria o risco inflacionário, asseguraria o financiamento de longo prazo e evitaria a desintermediação financeira.

Esta dissertação avalia a capacidade de a indexação proporcionar tais benefícios, principalmente em contexto de alta inflação. Partindo do referencial teórico pós-keynesiano, procura-se mostrar as dificuldades existentes para a indexação cumprir com as funções citadas. O texto destaca os problemas na formação de circuitos financeiros indexados, enfatizando a relutância dos agentes na assunção de dívidas pós-fixadas. Analisa também o processo de encurtamento dos prazos contratuais - cuja expressão limite são as quase-moedas - e os fatores que afetam a qualidade do indexador - de ordem técnica ou decorrentes da ação governamental.

A experiência abordada é a brasileira, no largo período de 1964 até 1990. Procura-se evidenciar como concretamente tiveram

manifestação todas essas dificuldades concernentes à indexação. Assume destaque o papel do Estado como emissor inicial e principal de obrigações pós-fixadas e simultaneamente como "desvirtuador" do processo indexatório.

INTRODUÇÃO

Os contextos inflacionários trazem uma série de consequências sobre o comportamento dos agentes e o perfil monetário-financeiro das economias. A formação de incerteza sobre o valor real dos contratos financeiros dificulta a constituição desses, afetando o desenvolvimento financeiro e, portanto, a dinâmica dessas economias.

O mecanismo da indexação surgiu - em sua proposição teórica ou quando de sua introdução no Brasil - como fator fundamental para a neutralização dos efeitos indesejados do aumento de preços. No início da década de 70, com o crescimento da taxa de inflação nos países centrais, reacendeu-se o debate em torno da indexação. Em geral, essa foi apontada como proporcionando uma série de benefícios. Na órbita financeira, a indexação evitaria a redistribuição inesperada de renda e a desintermediação financeira, garantiria o financiamento de longo prazo e eliminaria o risco inflacionário. Assim, os contratos indexados deveriam aflorar "naturalmente" no sistema como resposta dos agentes procurando eliminar os efeitos nocivos da inflação.

O objetivo desta dissertação é exatamente avaliar a capacidade da indexação de proporcionar tais benefícios.¹ Pretende-se questionar ou relativizá-los, pelo menos quanto ao seu alcance. Tal avaliação é realizada tanto do ponto de vista teórico como da experiência brasileira. No primeiro caso, parte-se do referencial pós-keynesiano para evidenciar os problemas existentes na efetivação de tais benefícios. Considera-se esse arcabouço teórico como o mais rico para o tratamento de questões intimamente relacionadas com a natureza monetário-financeira das economias capitalistas, mais especificamente, com as características das economias de alta inflação, onde a incerteza assume um papel de máxima relevância. Entretanto, apesar de serem evidenciadas algumas limitações da base teórica propositora da indexação, não é exatamente o propósito deste texto realizar uma avaliação dessa última construção teórica.

O segundo momento é verificar como essas questões analisadas teoricamente tiveram expressão no caso brasileiro. Tal experiência é bastante rica no sentido de evidenciar todo o conjunto de aspectos envolvidos com a indexação. O período abrangido inicia nos meados dos anos 60, com a criação do instituto da correção monetária, e estende-se até o final do Governo Sarney, em março de 1990.

A dissertação está dividida em quatro capítulos. No primeiro, constrói-se o referencial teórico e conceitual necessário para a avaliação da indexação. São definidos aspectos básicos da consti-

¹ Ressalta-se que está fora dos objetivos a análise da indexação como elemento de realimentação inflacionária, isto é, do seu efeito sobre o comportamento dos preços de bens e serviços.

tuição de contratos financeiros² em condições "normais" e em contexto de alta inflação. Finaliza-se o capítulo com os benefícios apontados para o uso da indexação.

Todos os capítulos seguintes constituem-se de duas grandes seções cada: a primeira, teórica e a segunda, referente à experiência brasileira. O capítulo dois analisa os problemas envolvidos no desenvolvimento de circuitos financeiros indexados, baseando-se na relutância de assunção de dívidas com valores pós-fixados. A formação de uma assimetria entre o comportamento dos credores e dos devedores traz dificuldades para a constituição dos circuitos indexados e para a efetivação de alguns dos benefícios citados, como o da formação de contratos de longo prazo e o da não-redistribuição de renda.

O capítulo seguinte aborda o perfil contratual, mais precisamente, o processo de encurtamento dos prazos contratuais como resposta básica do sistema econômico a contextos de alta inflação e instabilidade. Finaliza com a expressão máxima desse processo: o desenvolvimento das quase-moedas no Brasil. Por conseguinte, o aspecto analisado aqui é o papel, atribuído à indexação, de evitar o estreitamento dos prazos contratuais e, assim, viabilizar o financiamento de longo prazo.

O último capítulo trata especificamente da capacidade do indexador de acompanhar as variações do poder de compra da moeda. São enfatizadas as causas que afetam a qualidade do indexador,

² Neste texto, os contratos financeiros envolvem toda a sorte de direitos/obrigações de dívida. Portanto, inclui também os haveres sob a forma de títulos.

fazendo com que a indexação não elimine o risco inflacionário. Aborda-se a evolução dos indexadores no Brasil, avaliando-se os fatores que comprometeram a correção monetária como elemento que evitaria a redistribuição de renda.

1. CONTRATOS FINANCEIROS, ALTA INFLAÇÃO E INDEXAÇÃO

O capítulo inicial desta dissertação tem dois objetivos principais. O primeiro deles é estabelecer o marco teórico que servirá como base para a avaliação da indexação dos contratos financeiros, o que auxiliará a análise posterior da experiência brasileira. O referencial utilizado é a chamada escola pós-keynesiana, com destaque para os trabalhos de Paul Davidson e Hyman Minsky.¹ Considera-se como o arcabouço mais rico para se apreender os fenômenos relacionados às economias de alta inflação, desenvolvendo uma análise centrada na natureza monetário-financeira das economias capitalistas e nas implicações do contexto de incerteza sobre as decisões dos agentes econômicos. Nesse sentido, autores como Fernando Cardim de Carvalho e Roberto Frenkel já desenvolveram importantes trabalhos sobre ambientes de alta inflação.²

O segundo objetivo é sistematizar uma visão bastante comum dentro do *mainstream* durante a década de 70 a respeito da indexação. O interesse por esse tema, sobre o qual já se debruçaram autores do século passado,³ foi despertado com o próprio crescimento

¹ Principalmente Davidson (1978) e Minsky (1975, 1986).

² Ver Carvalho (1986, 1990) e Frenkel (1979, 1989, 1990).

³ "Embora considerada revolucionária por muitos, a idéia da correção monetária não era nova no mundo acadêmico, pois as sugestões datam desde W.S.Jevons (...), no século passado, até I.Fisher (...), A.Marshall (...), e outros" (Contador, 1981, p.5-6).

da inflação das economias centrais, que chegou alcançar a marca dos dois dígitos anuais. Em geral, foram apontados diversos benefícios que derivariam da introdução da indexação, tornando assim recomendável a sua utilização.

São duas as seções componentes deste capítulo. Inicialmente, abordam-se os aspectos gerais da formação dos contratos e da estrutura financeira dos agentes. Na seção seguinte, são analisadas algumas implicações de um contexto de alta inflação e instabilidade. Finaliza-se a seção com os benefícios apontados no uso da indexação.

1.1. CONTRATOS E ESTRUTURA FINANCEIRA DOS AGENTES: ASPECTOS GERAIS

O desenvolvimento das relações financeiras no capitalismo expressa-se por meio da formação de um conjunto diversificado de contratos financeiros. Esses assumem as mais diferenciadas formas, refletindo determinadas condições históricas e institucionais.

A natureza financeira da economia capitalista recebeu a atenção especial dos autores pós-keynesianos.⁴ Nessa construção teórica, a incerteza assume um papel fundamental.⁵ O caráter incerto do

⁴ "In fact, the Wall Streets of the world are important; they generate destabilizing forces, and from time to time the financial processes of our economy lead to serious threats of financial and economic instability, that is, the behavior of the economy becomes incoherent" (Minsky, 1986, p.4).

⁵ "Shackle comes closest to expressing the Keynesian view when he indicates that uncertainty involves doubt or disbelief of all conceivable outcomes; the complete set of subjectively determined eventualities need not have decision weights that sum to unity or any particular total. Nor is it necessary when changing decision weight for one eventuality or recognising the possibility of a new and different outcome to alter the weights of the other events" (Davidson, 1978, p.143n).

futuro, com o qual os agentes têm de se defrontar continuamente no processo decisório, surge como elemento básico para a compreensão da dinâmica econômica, em especial o seu comportamento instável. A valorização do capital processa-se ao longo do tempo num contexto inergódico. Isso significa que o futuro não pode ser apreendido pela experiência passada, pois as próprias decisões tomadas anteriormente produzem um novo contexto.⁶

Partindo dessa compreensão, autores como Paul Davidson (1978) reservaram um papel de destaque para os contratos monetários. Esses permitiriam o "*sharing of some of the burdens of uncertainty between the contracting parties*" (Davidson, 1978, p.146). Serviriam de balizadores para a formação das expectativas, evitando que essas assumissem um caráter mais elástico. A elasticidade das expectativas refere-se ao grau de resposta dessas frente a eventos inesperados.⁷

O desenvolvimento das relações financeiras implica a formação de um conjunto diversificado de ativos. Porém, como as decisões adotadas pelos agentes, sobre a melhor forma de alocação de sua riqueza, ocorrem num contexto de incerteza, isto é, o futuro não pode ser reduzido a um cálculo probabilístico, qualquer avaliação sobre o futuro está condicionada a determinado grau de confiança. Esse último afeta sensivelmente o comportamento dos agentes. Mudanças no estado de confiança, mesmo permanecendo inalteradas as previsões sobre o futuro, têm repercussões sobre a escolha do portfólio.

⁶ Ver Carvalho (1986, p.88).

⁷ Ver Hicks (1987, p.58-59) e Davidson (1978, p.358-386).

Por outro lado, a aquisição de ativos necessita ser financiada de alguma forma. Se não é realizada com recursos próprios, é necessária a emissão de determinadas obrigações contratuais passivas, as quais representam ativos para a outra parte contratante. Seguindo a ênfase de Minsky, os agentes econômicos devem ser vistos como unidades possuidoras tanto de determinada estrutura de ativos como de passivos, buscando certa coerência entre ambas.

1.1.1. O fluxo de rendimento dos ativos e a decisão de portfólio

A teoria de portfólio utilizada segue basicamente os modelos de Davidson (1978) e Silva (1994), os quais têm como fundamento a contribuição de Keynes. Cada ativo possui um determinado rendimento, denominado por Keynes de "taxa própria de juros", formado a partir dos seus atributos. Esses compõem o fluxo total de rendimento oferecido pelos ativos, o qual, por sua vez, depende de uma avaliação própria de cada agente. Esse fluxo é composto por:

a) rendimento monetário esperado (Q): constitui-se no fluxo de rendimentos monetários que o agente espera obter pelo uso ou posse do ativo. A natureza desse fluxo é bastante variada, podendo decorrer da utilização do ativo no processo produtivo (ativos instrumentais ou produtivos gerando lucro) ou constituir-se num direito financeiro (títulos rendendo juros, ações pagando dividendos). No caso dos ativos a juros, o rendimento é determinado contratualmente entre as partes. O valor desse rendimento pode ser definido antecipadamente (aplicações pré-fixadas) ou depender da evolução de um outro valor (aplicações pós-fixadas);

b) custo de manutenção (C): representa os custos decorrentes da manutenção do ativo pelo agente. É o desgaste ou a despesa advindos do simples correr do tempo, como, por exemplo, custo de armazenagem e conservação, seguros, custódia, etc. Normalmente, os bens duráveis em geral - incluindo bens de capital, estoques e bens de consumo - apresentam um custo de manutenção não desprezível, ao contrário dos ativos financeiros;

c) prêmio de liquidez (L): cada ativo tem uma determinada capacidade de se transformar em moeda, o ativo líquido por excelência, num determinado espaço de tempo e preço. Quanto maior a capacidade do ativo de realizar essa transformação num curto período de tempo sem incorrer em perdas - que seriam evitadas se não houvesse a premência da venda -, mais elevada é a sua liquidez: "*The ability of an asset to yield cash when needed and with slight variation in the amount is called its liquidity*" (Minsky, 1986, p.180). A liquidez permite flexibilidade para o agente realocar sua riqueza, o que se torna relevante em virtude do ambiente de incerteza. Frente à contingência de eventos inesperados, os possuidores de riqueza dão importância à possibilidade de revisarem suas decisões alocativas.⁸ O prêmio de liquidez que um ativo oferece depende também do próprio grau de importância que os agentes conferem à liquidez: "*the **value** of the protection that a dollar yields can change*" (Minsky, 1986, p.180 - grifo no original).

⁸ "Chamaremos de prêmio de liquidez 1 de certo bem ao montante (medido em termos de si mesmo) que as pessoas estão dispostas a pagar pela conveniência ou segurança potenciais proporcionadas pelo poder de dispor dele (excluindo o rendimento ou os custos de manutenção que lhe são próprios)" (Keynes, 1983, p.159).

A liquidez está distribuída de forma desigual entre as diferentes formas de riqueza. Como acentua Davidson (1978), ativos líquidos dependem da existência de mercados contínuos e organizados que garantam prontamente a conversão em moeda.⁹ Em geral, os ativos financeiros são mais líquidos que os ativos reais.¹⁰ A liquidez, além de poder ser garantida pela existência desses mercados, também pode ser definida pelo próprio contrato, mediante data e condições da conversão em dinheiro. Davidson faz uma divisão dos ativos em três categorias: ilíquidos (capital fixo, duráveis de consumo e a maioria dos bens de capital de giro), líquidos (duráveis comercializados num mercado *spot* bem organizado e ordenado) e plenamente líquidos (inclui moeda e qualquer outro ativo que possa "*immediately be converted into money in a spot market where the market maker 'guarantees' a fixed and unchanging net spot price*" (Davidson, 1978, p.409));

d) variação de preço dos ativos (A): os ativos possuem determinada expressão monetária. Uma variação no seu preço proporciona um ganho ou perda no momento da sua revenda, chamado também de

⁹ "The power of disposal over an asset involves, in a monetary economy, the expectation of being able to exchange the asset for the medium of exchange cheaply and readily in a continuous spot market at a money price which is never very different from the well-publicised spot prices of the last few transactions" (Davidson, 1978, p.62). Para as condições e fatores de formação de um "well-organised spot and forward market", ver Davidson (1978, p.87).

¹⁰ "... as long as spot markets for physical assets are poorly organised (if they exist at all), l is normally very small (...) as compared to the liquidity premiums associated with the titles (financial assets) to these capital goods; titles will normally be preferred to the capital goods as a store of value" (Davidson, 1978, p.67). "... in a uncertain world in which there are well-developed spot markets for securities, wealth owners will always find placements a more desirable store of value relative to the holding and using of fixed physical capital goods" (Davidson, 1978, p.93). Entre os bens de capital, os que apresentam maior possibilidade de desenvolver mercados *spot* bem-organizados são os de capital de giro.

"ganho ou perda de capital". Assim, a expectativa de aumento de preço representa a possibilidade de um fluxo monetário para o agente (que não decorreu do uso do ativo ou simplesmente da sua posse), compondo o fluxo total de rendimento esperado. Essa especulação pode acontecer tanto com mercadorias como com ativos financeiros.

Portanto, os ativos possuem um fluxo de rendimento total (F) proporcionado por $Q - C + L + A$. Os atributos "Q" e "A" constituem-se no fluxo monetário do rendimento, o qual, descontado do custo de manutenção, será chamado de **fluxo monetário líquido** ($Q - C + A$). Já o prêmio de liquidez representa um fluxo "implícito" de rendimento. Não se constitui num fluxo de natureza monetária, isto é, não se materializa numa receita monetária, embora possa lhe ser "imputado um valor em moeda" (Silva, 1994, cap.8, p.9). O prêmio de liquidez representa o fluxo de rendimento monetário líquido que se renuncia em função da segurança que a liquidez proporciona.

O rendimento dos ativos também é afetado pelos custos de transação.¹¹ Quanto maiores as despesas incorridas na conversão do ativo em moeda, como as decorrentes de comissões de corretagem, menor a capacidade do ativo de se transformar em moeda sem perdas. Os custos de transação aumentam a uma taxa decrescente com o tamanho da transação. Como a renda dos ativos financeiros é uma função do tempo, quanto menor o período de realização do ativo, maior a redução da renda líquida. Os custos de transação, portanto, afetam o rendimento monetário esperado (Q) e também o prêmio de liquidez

¹¹ Além disso, o rendimento monetário líquido também depende das condições de tributação. Para o aplicador, o relevante é o rendimento auferido após o desconto dos impostos.

(L) oferecido pelos ativos: "the existence of transactions costs limits the scope for altering portfolio composition with each change in expectations" (Davidson, 1978, p.204).

Entretanto, como a avaliação sobre o fluxo total de rendimento ocorre num contexto de incerteza, a decisão do agente depende também do grau de confiança que ele possui sobre sua previsão.¹² Seguindo o método usado por Silva (1994), o fluxo de rendimentos esperados deve ser descontado também de uma determinada **taxa de incerteza**,¹³ a qual é inversamente relacionada com o grau de confiança das previsões. Essa taxa de incerteza depende de uma série de fatores, apresentando valores diferenciados entre os ativos e, para cada ativo, entre as avaliações de cada agente. De um lado, ela está ligada a fatores mais gerais da economia, não possuindo nenhuma relação específica com determinado ativo. Um aumento ou diminuição da incerteza pode acontecer de maneira generalizada na economia, afetando as diferentes formas de riqueza. O papel do contexto econômico torna-se claro quando se faz a comparação entre os países periféricos e os centrais. Os primeiros, em função da maior instabilidade das suas economias e, em especial, das constantes alterações das regras contratuais, possuem um ambiente onde

¹² "Knight suggested that the degree of confidence economic decision-makers have in their estimates of the future affects their actions, but since the degree of confidence was a reflection of uncertainty about the future, it could not be subjected to any scientific probability statement" (Davidson, 1978, p.205-206).

¹³ Para cálculo dos rendimentos dos ativos pode-se usar tanto o método de desconto do fluxo esperado de rendimento a uma determinada taxa de juros, gerando um determinado preço de demanda que será comparado com o de mercado, como o método de buscar a taxa de desconto que iguala o fluxo de rendimento esperado com o preço de mercado. No primeiro caso, a taxa de incerteza reduz o preço de demanda e, no segundo, ela diminui a taxa de desconto. Não se entra na discussão sobre as vantagens e desvantagens de cada procedimento.

o grau de confiança que os agentes depositam nas suas avaliações sobre o futuro é muito inferior ao dos países desenvolvidos.

De outro lado, a taxa de incerteza depende de características dos próprios ativos. Dois destaques são importantes (Silva, 1994, cap.9, p.1). O primeiro deles é o **período de realização** do ativo. Quanto maior é o espaço de tempo esperado para o retorno monetário do valor do ativo, acrescido dos possíveis ganhos, mais elevada é a taxa de incerteza associada. Minsky (1986, p.201-203) faz uma classificação entre os ativos financeiros¹⁴ quanto à definição do momento do fluxo monetário:

a) *dated contracts*: os fluxos monetários têm data definida (empréstimos, *discounted notes*, *bonds*, etc.);

b) *demand contracts*: contratos de duração indeterminada. São os de prazos mais curtos (depósitos à vista, depósitos de poupança, etc.);

c) *conditional* ou *contingent contracts*: os fluxos são condicionados a determinado acontecimento (ações, seguros, etc.):

No primeiro grupo, o período de realização é determinado contratualmente *a priori*. Quanto mais extenso o prazo contratual, maior tende a ser a taxa de incerteza. No item "b", o período de realização depende do possuidor do ativo, sendo o contrato, em princípio, "renovado" continuamente. Já no último caso, o fluxo não tem data estipulada *a priori*. O período de realização efetivo não está definido contratualmente.

¹⁴ Ativos financeiros são "*commitments to pay cash over some time period*" (Minsky, 1986, p.179).

O segundo elemento importante na determinação da taxa de incerteza é a própria **natureza dos fluxos monetários** associados e dos mercados envolvidos. Por exemplo, os ativos a juros possuem o valor do fluxo de rendimento já definido contratualmente, ao passo que os ativos instrumentais dependem das condições de vendas das mercadorias produzidas por esses ativos.

As fontes de incerteza envolvidas num contrato financeiro são as mais variadas.¹⁵ Barros (s.d.) classifica-as em três, chamando-as de risco:

a) risco de crédito ou de *default*: a possibilidade do devedor de não honrar com seus compromissos contratuais;

b) risco de conjuntura ou de mercado: advindo do comportamento de variáveis que afetam o rendimento relativo do ativo, como a taxa de câmbio, a taxa de inflação, a taxa de juros, etc;

c) risco de legislação: decorrente de alterações da legislação durante a vigência do contrato. Logo, não é um risco advindo das próprias condições do mercado, mas surge por imposição "externa". Claramente, nos países periféricos, existe uma instabilidade das regras contratuais muito superior à dos países centrais.

A taxa de incerteza associada está inversamente correlacionada com o grau de confiança das avaliações sobre o futuro a res-

¹⁵ "Each financial asset and capital asset has its own special set of contingencies that defines the condition under which the expected cash flows will not be forthcoming" (Minsky, 1986, p.179).

peito da solvabilidade dos devedores, das taxas de inflação e de juros e da estabilidade da legislação vigente.¹⁶

Por fim, Silva (1994) incorpora também o conceito de risco, definindo-o como o ônus decorrente de uma eventual frustração das expectativas. Conforme aumenta o ônus, maior é a taxa de risco a ser descontada do fluxo de rendimentos. Essa taxa depende do peso que cada ativo possui na estrutura de portfólio: quanto maior a participação de um ativo, mais elevada será a perda total se o seu rendimento situar-se abaixo do esperado (princípio do risco crescente). A taxa de risco está relacionada também com a forma de financiamento da aquisição dos ativos. A captação de recursos por meio de empréstimos implica assumir uma série de compromissos de desembolso monetário, os quais têm de ser cumpridos independentemente da confirmação ou não das expectativas sobre o rendimento das aplicações.

Portanto, a expectativa de rendimento total dos ativos está condicionada por uma avaliação própria dos agentes sobre o que Silva chama de "taxa de incerteza e risco (t)". Somente a partir da consideração dessa última é possível definir o preço de demanda do ativo ou a sua eficiência marginal.¹⁷

O preço de demanda (Pd) corresponde ao "valor máximo que um agente estaria disposto a pagar pelo ativo" (Silva, 1994, cap.8, p.10). O fluxo de rendimento (F) é descontado, durante o período

¹⁶ Em Carvalho (1986), a taxa de incerteza aparece dentro de "Q" por meio do conceito de "equivalente-certeza".

¹⁷ "The prices of capital and financial assets depend upon the cash flows they are expected to generate and the capitalization rate, which for each investment incorporates particular risk and uncertainty properties" (Minsky, 1986, p.174).

de realização do ativo (n), a uma determinada taxa de juros (j), representada pela taxa de liquidez do dinheiro para o aplicador¹⁸, associada com uma "taxa de incerteza e risco" (t):

$$P_d = \sum_{i=1}^n \frac{(Q - C + L + A)_i}{t (1 + j)^i}$$

Para o agente adquirir um ativo, o preço de demanda desse deve ser igual ou superior ao seu preço de mercado. Pelo método da eficiência marginal do ativo (r), essa representa a taxa de juros que, ao descontar o fluxo futuro de rendimentos esperados e associada a uma determinada taxa de incerteza e risco, iguala esse fluxo ao preço de mercado do ativo (P_m):

$$P_m = \sum_{i=1}^n \frac{(Q - C + L + A)_i}{t (1 + r)^i}$$

É claro que um ativo somente é adquirido se sua eficiência marginal for igual ou superior à de outras formas de riqueza.¹⁹ O processo de composição de portfólio dos agentes tende a igualar as diferentes eficiências marginais. Dado o estoque de riqueza existente e a preferência dos agentes, as eficiências marginais tendem a se modificar de modo a garantir um certo equilíbrio nos mercados de ativos.²⁰ Existem, porém, alguns componentes de rigidez no fun-

¹⁸ A taxa de liquidez do dinheiro representa o fluxo de rendimento implícito que o dinheiro traz para o aplicador. Constitui-se, assim, no piso mínimo de qualquer aplicação alternativa de capital.

¹⁹ Essa eficiência marginal é construída a partir do horizonte temporal de cada agente. Esse pode adquirir um ativo que, no curto prazo, apresenta eficiência marginal inferior à de outras formas de riqueza, mas que, no longo prazo, promete trazer um rendimento superior.

²⁰ "If there are no imperfections (or 'extraeconomic' constraints on buyers) in the markets for the assets, agents will buy those assets

cionamento dos mercados, como o volume mínimo de capital requerido, as informações disponíveis sobre os ativos e o custo de informações adicionais (Silva, 1994, cap.9, p.3-4), além de rigidez de ordem institucional, como a restrição legal para determinados aplicadores.

1.1.2. Os "atributos" do passivo e as estruturas financeiras

As dívidas que as unidades econômicas assumem representam ativos para os credores. Como contrapartida dos atributos desses haveres, existe um conjunto de custos para o emissor da dívida: os "atributos" do passivo. O elenco de "atributos" da estrutura do passivo do agente deve ser coerente com a do seu ativo. Assim, a obrigação emitida necessita possuir coerência não apenas com a preferência do credor mas também com a do devedor. Entretanto:

"Whereas the payment commitments (both principal and interest) are given by contract and are known, especially if they are dated, the quasi-rents [rendas geradas na produção pelos ativos de capital] are inherently conjectural and subjective" (Minsky, 1986, p.205).

As condições do passivo podem ser divididas em três. A primeira delas é o custo monetário das obrigações. É representada pela taxa de juros paga pelo crédito.²¹ A segunda é formada pelos prazos contratuais para amortização, pagamento dos rendimentos e liquidação do débito. Para o credor, constitui o prazo de realiza-

with higher expected own-rates of interest until the point in which there is no marginal advantage to be obtained through further portfolio rearrangements" (Carvalho, 1986, p.61).

²¹ Diferentemente do credor, cujo interesse se debruça sobre o rendimento líquido - isto é, após o desconto da tributação -, o relevante para o devedor é a taxa de juros bruta, ou seja, incluindo também os encargos tributários.

ção do seu ativo. Por fim, existe o risco envolvido nas condições assumidas. Da mesma maneira que para o credor, há o risco de conjuntura ou de mercado, representado por variações imprevistas de referenciais básicos dos valores contratuais, e o risco de legislação, decorrente de possíveis mudanças nas regras definidoras dos contratos em vigor - situação, como já salientado, bem mais comum nos países periféricos.

O devedor procura obter um passivo cuja combinação de custo, prazo e risco seja a mais favorável possível e, no mínimo, possua alguma coerência com a expectativa de rendimento futuro dos seus ativos. A partir de uma "mensuração" desse grau de coerência, Minsky estabeleceu, como já é bastante conhecida na literatura, uma tipologia das estruturas financeiras:

a) *hedge*: é quando as rendas previstas são suficientes para fazer frente a todos os desembolsos monetários decorrentes da assunção de dívidas. Portanto, se os rendimentos se concretizarem, a dívida assumida reduz-se no tempo. O agente não precisa renovar ou incorrer em novas obrigações. Conseqüentemente, ele não está dependente das condições do mercado financeiro. A fonte de risco concentra-se nas condições do rendimento dos seus ativos, mais precisamente, no caso das empresas não-financeiras, na situação do mercado dos seus produtos;

b) *speculative*: é quando as rendas esperadas, por algum período, não são suficientes para fazer frente a todos os desembolsos monetários das obrigações. As rendas esperadas conseguem pagar apenas os juros das dívidas assumidas, mas não efetuar as amorti-

zações. Assim, mesmo que os rendimentos se verifiquem, a dívida não se reduz, pelo menos durante certo período de tempo. É necessária, nos momentos previstos para sua amortização, a renovação dos débitos.²² O agente acredita no *rolling over* e em condições aceitáveis: "*By its very nature, speculative finance rests upon the presumption that interest rates will not move outside some acceptable range*" (Minsky, 1986, p.337 - itálico no original). Entretanto a unidade econômica torna-se vulnerável às condições do mercado financeiro. Ela é obrigada a encontrar agentes dispostos a renovar sua dívida, cujas condições ficam à mercê da situação do momento no mercado de crédito. Por conseguinte, a unidade *speculative* está sujeita a uma fragilização da sua situação financeira em virtude de alterações não previstas no mercado financeiro;

c) *Ponzi*: nessa situação, os rendimentos esperados não permitem honrar nem mesmo os juros das obrigações. A dívida conseqüentemente cresce no tempo. Espera-se que os rendimentos futuros, a partir de determinado momento, consigam superar os compromissos de pagamento e reverter a situação. Obviamente, enquanto isso não ocorre, são entidades altamente vulneráveis. Necessitam enfrentar continuamente as condições do mercado financeiro e sob um passivo crescente.

1.1.3. As instituições financeiras

As instituições financeiras são entidades tipicamente *speculative*. Elas geralmente realizam a chamada "term

²² "*Speculative finance involves the short financing of long positions*" (Minsky, 1986, p.207).

transformation", isto é, captam a prazos mais curtos que o das suas aplicações.²³ Com isso, garantem uma determinada liquidez para as unidades credoras, que não necessitam se sujeitar aos prazos demandados pelos devedores. Assim, esses últimos obtêm financiamento de maior prazo, mais compatível com a estrutura temporal do rendimento dos seus ativos. Como qualquer unidade *speculative*, tal situação é empreendida com a crença de que as dívidas serão refinanciadas ao longo do tempo. A instituição espera renovar continuamente, e mesmo aumentar, o seu passivo. Ela tem a expectativa de encontrar agentes dispostos a tanto, o que não está garantido *a priori*, pois depende da confiança depositada na instituição, do rendimento oferecido, da ação dos concorrentes e das próprias condições de liquidez da economia. Dessa forma, a instituição incorre no chamado "**risco de liquidez**": a possibilidade da não renovação do seu passivo.²⁴ Esse risco é maior para cada unidade do que para o sistema financeiro como um todo. Mesmo assim, cada entidade pode recorrer ao mercado interbancário e à assistência financeira do Banco Central. Para tentar manter sua captação, a instituição pode ainda incrementar o rendimento das suas obrigações, mesmo sofrendo prejuízos temporários. Entretanto é o papel do Banco Central como prestador de última instância o que, no limite, proporciona se-

²³ "Commercial banks are the prototypical speculative financial organization" (Minsky, 1986, p.207).

²⁴ "Banks, deposit institutions like savings and loan organizations, and other users (business, households, and government) of short-term debt are faced with the possibility that cash outflows will exceed cash receipts over some period" (Minsky, 1986, p.70). Ver também Dreizen (1985, p.47).

gurança à instituição financeira frente a riscos como o de liquidez.²⁵

Como qualquer agente, as instituições financeiras incorrem no risco de os rendimentos dos seus ativos não cobrirem os seus custos administrativos e os rendimentos pagos por suas obrigações. Uma diferença fundamental em relação às chamadas empresas não-financeiras reside na preponderância de ativos financeiros, tanto na estrutura das suas aplicações, como na do seu passivo. Obviamente, a taxa de juros cobrada pelo crédito concedido pela entidade deve ser superior à paga pelas suas obrigações num valor, chamado de *spread*, que permita ainda fazer frente aos demais custos e auferir determinado lucro.²⁶ Essa diferença entre as taxas está intimamente relacionada com o caráter *speculative* dessas instituições: "*In order to make on the carry [tomar emprestado a uma taxa inferior à recebida pelas aplicações], their liabilities have to be viewed as embodying more of Keynes's liquidity premium than their assets*" (Minsky, 1986, p.248). O risco de a diferença entre as taxas de juros cobradas e pagas não ser suficiente é chamado de "**risco de taxas**".²⁷ Caso o *spread* não seja o bastante, a entidade poderá entrar numa posição *Ponzi* e, no limite, ir à falência.

Na verdade, o risco de taxas decorre principalmente da própria *term transformation* realizada pelas instituições. Como os

²⁵ "... the monetary systems of most modern economies are particularly vulnerable to liquidity crisis and only the existence of a lender of last resort who agrees **always** to be available (...) has prevented the episodes of financial panic which plagued earlier economies" (Davidson, 1978, p.419 - grifo no original).

²⁶ Uma análise sobre os fatores da rentabilidade dos bancos encontra-se em Minsky (1986, p.223-253).

²⁷ Ver Dreizzen (1985, p.47).

prazos das obrigações são menores, qualquer variação da taxa de juros terá uma repercussão mais imediata no passivo da instituição do que no seu ativo. Por conseguinte, enquanto a entidade não consegue ajustar as taxas cobradas pelo seu crédito, ela tende a sofrer redução de lucro e mesmo prejuízo. Se o aumento das taxas pagas não for temporário e o ajuste das taxas cobradas for bastante lento, a unidade entrará numa situação de séria dificuldade financeira.²⁸ Por outro lado, se ela não aumentar as taxas de juros pagas, sofrerá uma redução dos depósitos do público, gerando um problema de liquidez.²⁹

Além disso, com a formação dos bancos globalizados, isto é, operando com diversas moedas nacionais, aliada à situação de instabilidade das taxas de câmbio desencadeada a partir do fim do padrão de Bretton Woods, formou-se também o risco de taxas de câmbio. Alterações nessas podem resultar em prejuízos consideráveis se ativos e passivos não estiverem casados na mesma moeda.

1.2. O CONTEXTO DE ALTA INFLAÇÃO E SUAS IMPLICAÇÕES

Os contextos inflacionários produzem uma série de consequências sobre a vida econômica. Se as taxas de inflação são elevadas e persistentes, o processo de tomada de decisões e de formação de contratos sofre profundas alterações, formando o que se denomina de "regime de alta inflação".³⁰ Para a compreensão desse último, é

²⁸ "Since the financial institutions that generate liquid assets often engage in speculative finance, a rise in the interest rates they pay will cause a decrease in their net worth as asset values fall and profit on the carry decreases or disappears" (Minsky, 1986, p.219). Ver também Cagan e Lipsey (1978, p.48-53).

²⁹ Para esse dilema enfrentado pelas instituições, ver Beckerman (1992, p.78-79).

³⁰ Ver Frenkel (1989).

de grande valia a utilização do conceito, de Keynes, de comportamento e visão convencionais, como faz Carvalho (1986, p.10), procurando mostrar as implicações da mudança de uma convenção de estabilidade de preços para uma de inflação alta e persistente.

A formação de altas taxas de inflação é acompanhada por um aumento na sua volatilidade, o que provoca uma elevação da incerteza sobre o comportamento das taxas futuras. As taxas de inflação passam a responder rapidamente a qualquer efeito perturbador. As expectativas tornam-se bastante elásticas. Como salienta Davidson (1978, p.385-386), um contexto onde as expectativas têm elasticidade igual ou superior a um é extremamente instável,³¹ tendendo, no limite, a uma ruptura na continuidade do sistema contratual. Os preços relativos, em alta inflação, também apresentam importantes variações: a estrutura dos preços altera-se a cada instante do tempo.

Porém, no ambiente de alta inflação, não é apenas a incerteza inflacionária e dos preços relativos que avulta. De maneira geral, a incerteza dissemina-se na economia, isto é, forma-se um estado de baixa confiabilidade nas diferentes previsões. Os autores pós-keynesianos acentuam o desenvolvimento de instituições, nas economias capitalistas, que atuam no sentido de garantir certa estabilidade no sistema. O papel principal fica por conta dos *forward contracts*, principalmente os contratos salariais, que asseguram certa rigidez nos preços e nas expectativas desses. Da mesma

³¹ "Hicks's elasticity of expectations (E_e) measures the magnitude of this induced change in expectations. E_e is defined as the ratio of the proportionate change in the expected future values of x to the proportionate change in the current realised value of x vis-à-vis the previous expected value of the current x " (Davidson, 1978, p.379).

forma, o contexto de alta inflação tende a produzir alterações institucionais que procuram contrabalançar, pelo menos em parte, o aumento da incerteza, assegurando a continuidade do sistema contratual e, portanto, da circulação monetário-financeira.

1.2.1. A alteração nas eficiências marginais dos ativos

A alta inflação provoca uma mudança nas eficiências marginais relativas dos ativos, isto é, modifica-se a composição desejada de riqueza dos agentes. Os decorrentes movimentos de riqueza, por sua vez, alteram novamente as eficiências marginais relativas, mas no sentido de equalizá-las. Essa equalização significa a alteração do perfil contratual vigente.

Os agentes buscam preservar e mesmo ampliar o seu estoque de riqueza. Essa última tem seu valor expresso monetariamente, isto é, o equivalente-geral serve como expressão do valor. A expressão monetária, porém, apenas tem sentido à medida que é feita a relação do equivalente-geral com todas as outras mercadorias. Assim, o aumento do valor nominal da riqueza somente importa se representa um acréscimo do poder de comando sobre as mercadorias.³²

Num contexto de estabilidade de preços, o risco de conjuntura dos ativos a juros origina-se de variações na taxa de juros, que se expressam, se os papéis são negociáveis, por alterações no seu preço. Com a incerteza inflacionária, essas aplicações passam a apresentar um forte incremento no seu risco de conjuntura em virtude da possibilidade de a variação dos preços de uma cesta de

³² "With changing price levels, however, the 'real content of [money] contracts' depends on the price level at the date of their settlement (Minsky)" (Davidson, 1978, p.6).

mercadorias representativa situar-se acima da esperada, o que tornaria o rendimento real inferior ao previsto, podendo alcançar inclusive um valor negativo. Logo, os agentes têm de formar expectativas sobre o "conteúdo real" dos contratos.

Porém não é apenas o risco de conjuntura que se incrementa. Os países que apresentam contexto de alta inflação normalmente possuem alguma instabilidade nas regras contratuais vigentes, o que torna bastante acentuado o risco de legislação. A virulência do processo inflacionário frequentemente leva a adoção de medidas que alteram as normas em vigor, afetando a rentabilidade e liquidez dos ativos.

Além disso, com a alta inflação, o rendimento dos ativos a juros não é o único que se torna mais incerto, mas esse fenômeno envolve também as demais formas de riqueza. De um lado, a avaliação do rendimento de qualquer ativo não pode se debruçar exclusivamente sobre o valor nominal esperado, mas tem de envolver também uma expectativa sobre o comportamento da taxa de inflação futura. De outra parte, os ativos em geral, num contexto de alta inflação, apresentam uma razoável variabilidade nos seus rendimentos, tanto nominais como reais. Assim, o aumento da incerteza atinge os mais diferentes ativos, embora em intensidade e forma diferenciadas.

São duas as alterações nas eficiências marginais dos ativos. A primeira é um considerável aumento da preferência pela liquidez, provocado pelo crescimento mais geral da incerteza na economia. Os agentes dão uma importância significativa à assunção de posições mais flexíveis, pois a liquidez proporciona maior segurança frente

às contingências futuras. É a demanda precaucional por liquidez assumindo considerável relevância. Em contexto de alta inflação, a possibilidade de perdas significativas da riqueza, em termos reais, é bastante razoável. Assumir posições "equivocadas" que não possam ser revistas com alguma rapidez pode implicar prejuízo substancial. Simultaneamente, o aumento da incerteza provoca um crescimento do caráter especulativo dos mercados. Assim, posições mais flexíveis também permitem ao agente prontamente fazer aquisições que lhe rendam elevados e rápidos ganhos. Essa situação é de demanda especulativa por liquidez. Como a liquidez está distribuída de forma desigual entre os ativos, os mais líquidos passam a ter um aumento relativo no seu prêmio de liquidez (L). A sua eficiência marginal cresce, provocando uma tendência de deslocamento da riqueza para esses ativos.

A segunda alteração refere-se à "taxa de incerteza e risco" do fluxo de rendimento dos ativos, decorrente da incerteza quanto ao comportamento futuro da taxa de inflação. Em função dessa incerteza, os ativos nominais, definidos aqui como aqueles que oferecem um rendimento pré-fixado - isto é, não atrelado ao comportamento efetivo da inflação ou de outro índice referencial - , apresentam um aumento na sua taxa de incerteza, reduzindo a sua eficiência marginal. Por outro lado, os haveres indexados, por apresentarem, em princípio, proteção contra variações imprevistas do nível geral de preços, apresentam uma taxa de incerteza menor.

Portanto, existem dois movimentos importantes. Diante da incerteza inflacionária, os agentes procuram ativos cujo rendimento

esteja atrelado à variação de preços, isto é, desejam reduzir o aumento da taxa de incerteza. É a busca de um *hedge* - termo usado aqui no sentido mais comum - contra a inflação. Por outro lado, a escolha do portfólio tem de atender também ao crescimento da preferência pela liquidez.

Nesse sentido, os ativos que simultaneamente não são indexados, mas apresentam razoável liquidez, recebem a ação de duas forças contrárias. De um lado, o aumento da preferência pela liquidez tende a deslocar a demanda para esses ativos; de outro lado, o crescimento da taxa de incerteza tende a afastar os agentes desses haveres. O caso específico da moeda é ainda mais ambíguo. Se a certeza de perda real da riqueza sob a forma de moeda afasta os agentes desse ativo,³³ o crescimento do valor nominal das transações aumenta a sua demanda. Enquanto a moeda desempenha pelo menos a função de meio de pagamento, sempre possuirá um prêmio de liquidez que assegure uma demanda mínima. Por outro lado, como destaca Beckerman, se ativos de curto prazo compartilham risco e liquidez característicos da moeda, eles podem competir com essa última por meio de baixas ou negativas taxas reais de retorno (Beckerman, 1992, p.74).

A partir dessas alterações nas eficiências marginais, a questão básica que surge refere-se às mudanças que ocorrerão no perfil da riqueza. O direcionamento da riqueza financeira para bens duráveis apresenta sérios inconvenientes, pois esses ativos possuem determinadas características que mais do que compensam a vantagem

³³ Esse movimento, como foi destacado por Sargent, tende a reduzir o ajustamento da taxa de juros à taxa de inflação (Cagan, Lipsey, 1978, p.58).

de terem seus preços variando ao longo do processo inflacionário. Em primeiro lugar, como altas taxas de inflação são acompanhadas por uma grande variação dos preços relativos, a expectativa de variação de preços desses bens (A) apresenta uma elevadíssima taxa de incerteza e risco (t).³⁴ Em segundo lugar, os bens duráveis carregam um razoável custo de manutenção (C) e, em geral, um baixo prêmio de liquidez (L), cuja importância aumenta em virtude do crescimento da preferência pela liquidez.³⁵ Essas duas últimas características, como acentua Davidson (1978, p.195-196), tornam os bens duráveis de baixíssima substitubilidade com a moeda,³⁶ embora o mesmo autor admita que os contextos inflacionários tragam algumas alterações.

Na verdade, a circulação monetário-financeira exige a forma de ativos de razoável liquidez e baixo custo de manutenção.³⁷ Se os

³⁴ Por outro lado, em virtude desse próprio aumento da incerteza, gera-se uma espécie de "demanda especulativa de bens": "*Speculation (...) could only occur in an uncertain world, where changes in factors underlying all demand and supply schedules can never be anticipated with certainty*" (Davidson, 1978, p.108). Portanto, nesse caso, não é uma demanda em busca de garantia de proteção contra um futuro mais incerto. Na verdade, tendem a se incrementar os chamados mercados "de risco", tanto em virtude da possibilidade de se fazer hedge, como pela crescente divergência/dispersão das expectativas inflacionárias. Ver Franco (1990, p.70-71).

³⁵ Como salienta Beckerman, os bens duráveis que apresentam maior liquidez, como as *basic commodities*, são exatamente aquelas que possuem maior volatilidade e incerteza nos seus preços (Carvalho, 1986, p.111). Ver também Beckerman (1992, p.73) e Franco (1992, p.69-70).

³⁶ "*In sum, most producible capital goods are not likely to be good stores of value, even in periods of expected inflation, either because of high and rapidly increasing carrying costs and/or their lack of liquidity because of the absence of a well-organised spot market*" (Davidson, 1978, p.235).

³⁷ "É, porém, uma diferença essencial entre a moeda e todos os demais bens (ou a maioria) que, no caso da moeda, o seu prêmio de liquidez exceda de muito o seu custo de manutenção, ao passo que no dos outros bens seu custo de manutenção é muito maior que seu prêmio de liquidez" (Keynes, 1983, p.160). Keynes define uma economia "não monetária" como aquela "na qual não há um bem cujo prêmio de liquidez esteja sempre acima de seus 'custos de manutenção'" (Keynes, 1983, p.166).

ativos domésticos não conseguem responder a esses quesitos no contexto de alta inflação, ativos estrangeiros tendem a cumprir essa função. Quando de fortes expectativas inflacionárias, se existirem bens de capital líquidos possuindo um custo de manutenção inferior ao custo de manter moeda, esses bens duráveis passariam a ser a principal reserva de valor. Entretanto, como acentua Davidson, tal situação acabaria levando ao desenvolvimento de uma nova unidade monetária, pois significa:

"... in a modern production-specialisation-exchange economy, the ultimate breakdown of both the monetary system and contractual relationships, and a reversion towards barter practices" (Davidson, 1978, p.237).

Durante certo tempo, a literatura neoclássica considerava as ações como um bom *hedge* contra a inflação. Entretanto as evidências empíricas não demonstraram isso, como salientam os trabalhos de Fischer (1986a) e Cagan e Lipsey (1978).³⁸ Embora sejam ativos altamente líquidos, eles têm contra si a extrema variabilidade dos seus preços, portanto, uma elevadíssima taxa de incerteza e risco.³⁹ Além disso, como lembram esses autores, o lucro das empresas e o preço das mercadorias não são necessariamente correlacionados positivamente. A inflação pode não ter sido resultado de

³⁸ Pela "standard theory", ativos reais e ações seriam um bom *hedge* contra a inflação, mas "... the uncertainty of inflation has not produced the consequences that the standard theory, as modified for hedging, implies should occur". Ações "were once thought the prime asset to provide this hedge, but they have been inadequate over the past decade" (Cagan, Lipsey, 1978, p.11-12).

³⁹ "... a contrapartida real que as ações oferecem significa a mesma desvantagem que tem os imóveis ou mercadorias para funcionar como *hedge* inflacionário: é melhor ter um grupo do que um, é melhor 'comprar o índice' e ainda melhor é comprar um papel indexado" (Franco, 1990, p.73). Por outro lado, Gustavo Franco acentua que o mercado de ações se beneficia da tendência, nas economias de alta inflação, de desenvolvimento das operações com ativos "de risco".

excessos de demanda, possibilidade bastante plausível nos regimes de alta inflação, além do que o aumento de preços pode desencadear uma política estabilizadora restritiva da atividade econômica.

A incerteza inflacionária introduz um conflito bastante acentuado na formação dos contratos não-indexados, pois é difícil estabelecer condições de comum aceitação. Para reduzir o maior risco de conjuntura, o credor demanda um rendimento nominal bastante superior à taxa esperada de inflação (prêmio de risco) para se proteger de uma eventual variação superior dos preços. O devedor, por sua vez, tende a demandar uma taxa de juros nominal menor do que a combinação da taxa de inflação esperada com o juro real esperado, objetivando evitar os prejuízos advindos de uma variação de preços eventualmente inferior. Além disso, independentemente do prêmio de risco, a própria dispersão das expectativas inflacionárias - que cresce com a taxa de inflação e com o horizonte temporal - diminui a possibilidade de convergência sobre a taxa de juros a acordar (Beckerman, 1992, p.19-20). A tendência, *ceteris paribus*, é de inviabilização dos contratos, principalmente os de longo prazo.⁴⁰

A alteração no perfil dos contratos financeiros é no sentido então de reduzir a incerteza envolvida, viabilizando com isso o circuito financeiro.⁴¹ A circulação financeira exige um patamar

⁴⁰ Graficamente, as curvas de oferta e demanda de títulos de longo prazo não possuem ponto de intersecção: "... quanto maior for o prazo, maiores serão os riscos percebidos pelos operadores e, em consequência, menor será a taxa de juros que os ofertantes de bônus estarão dispostos a pagar e maior a que os demandantes irão requerer" (Dreizzen, 1985, p.48).

⁴¹ Os países centrais, com o crescimento inflacionário nos anos 60 e 70 e a flutuação das taxas de juros e de câmbio, também desenvolveram uma série de mecanismos no sentido de reduzir o aumento da incerteza pro-

mínimo de confiança. Duas são as formas básicas de modificação. A primeira delas é o encurtamento dos prazos contratuais, reduzindo, dessa forma, a taxa de incerteza dos rendimentos.⁴² Quanto menor o horizonte temporal, maior é o grau de confiança nas previsões inflacionárias e menor, conseqüentemente, o prêmio de risco associado, facilitando assim a convergência entre credor e devedor. Prazos mais estreitos também atendem ao crescimento da preferência pela liquidez.⁴³ A segunda alteração é a utilização da indexação, isto é, o reajuste automático dos valores contratuais de acordo com determinado parâmetro externo ao contrato. Num sentido mais específico, seria a vinculação dos valores contratuais a um índice de preços de bens e serviços. Desse modo, a inflação verificada seria automaticamente incorporada, afastando a possibilidade de a variação de preços, ao surpreender os agentes, causar prejuízos/ganhos inesperados.

1.2.2. Os benefícios decorrentes da utilização da indexação

O crescimento inflacionário nos países centrais, no final dos anos 60 e na primeira metade do decênio seguinte, gerou um debate intenso sobre os possíveis benefícios decorrentes da utilização da

vocado por essas variáveis. As alterações envolveram o perfil dos contratos e o desenvolvimento de novos mercados: utilização de cláusula de taxa de juros flutuante, securitização e mercados futuros como forma de hedge dos contratos financeiros (de câmbio, de juros, etc.). Ver Barros (s.d.).

⁴² "The higher is the degree of inflationary uncertainty, the greater will be the gap between the demand and supply rates in the market. Borrowers and lenders would tend to leave such a market for markets of shorter maturities, in which the inflationary uncertainty is presumably lower" (Beckerman apud Carvalho, 1986, p.106-107).

⁴³ "Cuando se incrementa la tasa de inflación, acortar la extensión de los contratos nominales tiende a compensar el aumento de la incertidumbre. Las decisiones plasmadas en los contratos pueden ser revisados con mayor frecuencia. Cuanto más alta es la inflación, mayor es la preferencia por flexibilidad" (Frenkel, 1989, p.5).

indexação.⁴⁴ De maneira predominante, os argumentos foram no sentido de considerar benéfica a sua introdução nos contratos. Inicialmente, a indexação surgiu quase como um "elemento mágico" que evitaria a maior parte das distorções provocadas pelo contexto inflacionário.⁴⁵ Na verdade, a indexação teria o papel de evitar que um fenômeno monetário, no caso a inflação, pudesse ter efeitos reais na economia. Segundo a teoria neoclássica, a indexação evitaria, no curto prazo, problemas que tenderiam a desaparecer no longo prazo, quando somente importam os "fatores reais".⁴⁶

Os argumentos usados em favor da indexação foram os mais variados. A principal justificativa de Friedman era de que a indexação permitiria um ajuste mais rápido dos salários quando de uma política antiinflacionária, evitando-se os efeitos negativos sobre o nível de atividade econômica.⁴⁷ Os argumentos que interessam a esta dissertação dizem respeito ao caso dos contratos financeiros. Os trabalhos de Fischer (1986c), Sarnat (1973) e Genberg e Swoboda

⁴⁴ Mesmo em 1995, num momento em que a inflação dos países centrais encontra-se num nível baixíssimo, a emissão governamental de títulos indexados foi defendida em artigo da revista *"The Economist"* (Gazeta Mercantil, 06/06/95, p.A-4).

⁴⁵ *"Characteristic of all proposals was the idea that indexation was a relatively simple way of doing away with the pains inflicted by inflation"* (Carvalho, 1986, p.1).

⁴⁶ *"For neoclassical theorists indexation may be, however, a powerful solution to a secondary problem, which is to avoid in the short run the problems that will, in any case, disappear in the long period"* (Carvalho, 1986, p.5). Não é objetivo da presente dissertação fazer uma avaliação da teoria neoclássica. Uma discussão metodológica sobre os fundamentos teóricos neoclássicos e sua relação com a indexação encontra-se em Carvalho (1986, p.26-32).

⁴⁷ Como salienta Carvalho, significa tornar a curva de Phillips vertical também no curto prazo. Além disso, Friedman defendia a indexação das faixas de renda para tributação e dos títulos públicos de longo prazo com o intuito de reduzir os ganhos do governo com a inflação (aumento da tributação - no caso do sistema progressivo de tributação - e diminuição do valor real da dívida). Para todos esses argumentos, ver Carvalho (1986, p.15-20).

(1974) - esse último resultado de uma conferência internacional sobre indexação realizada na Escandinávia - sistematizam esses argumentos:

a) **não-redistribuição de renda.** Os agentes, no momento em que realizam contratos monetários, necessitam fazer alguma previsão sobre o comportamento do valor da moeda durante a vigência desses. O *mainstream* destaca a diferença entre a inflação antecipada e a não-antecipada. No primeiro caso, a variação de preços é incorporada nos contratos, evitando-se com isso os seus efeitos indesejáveis. Mas, como salientam Genberg e Swoboda (1974, p.8), arranjos institucionais impedem adaptação instantânea e perfeita dos contratos. Portanto, a taxa de inflação pode até ser esperada, mas simultaneamente não ser antecipada. As conseqüências, na prática, são as mesmas do que no caso da inflação não-esperada: se a taxa de inflação efetiva for superior à esperada, os credores estarão transferindo renda - de forma inesperada - para os devedores; se for inferior à esperada, a transferência é dos devedores. Além das considerações de equidade envolvidas, essa redistribuição tem outros efeitos. No caso de subestimativa da variação de preços, haveria um estímulo à atividade econômica - supondo uma propensão a gastar maior dos devedores do que dos credores -, um aumento da procura de empréstimos e, após determinado período - não importa aqui a duração -, uma exigência, por parte dos credores, de um prêmio de risco sobre as suas aplicações.

A indexação, ao fazer com que os valores estipulados no contrato acompanhem a taxa de inflação, evitaria os efeitos distributivos decorrentes de taxas efetivas diferentes da esperada.

b) **proteção para os "pequenos poupadores"**. Do ponto de vista da equidade, a questão distributiva torna-se mais grave no caso dos "pequenos poupadores". Além dos aspectos sociais envolvidos, esses agentes possuem poucas condições de alterarem ou diversificarem seu portfólio em função da exigência de capital mínimo para determinadas aplicações, da falta de conhecimento de certos mercados, etc. Conseqüentemente, esses aplicadores estão mais expostos a sofrerem perdas de forma sistemática em ambientes inflacionários.

Portanto, a indexação seria ainda mais justificável no caso dos pequenos aplicadores em virtude de sua condição social menos favorecida e das suas menores possibilidades de alteração e diversificação de portfólio.

c) **eliminação do risco inflacionário**. Ao fazer com que a inflação não seja fonte de incerteza sobre o valor real dos rendimentos, a indexação reduziria os riscos existentes na formação dos contratos financeiros. Dada a suposição de que os agentes são avessos ao risco, isso implica aumento do bem-estar.⁴⁸

⁴⁸ "The introduction of purchasing power guarantees into debt contracts does have the inherent property of eliminating certain types of monetary risks for **both** debtors and creditors. And to the degree that individuals are risk averse (...), the availability of an investment medium which permits them to avoid the risks of monetary instability will increase general welfare, assuming of course that the introduction of index linkage does not adversely affect other economic goals" (Sarnat, 1973, p.838 - destaque no original).

d) **financiamento de longo prazo.** Quanto mais elevado é o prazo contratual, maior a incerteza sobre o seu valor real. Por conseguinte, em condições inflacionárias, os contratos de longo termo tendem a desaparecer.⁴⁹ No limite, inviabiliza-se o financiamento de longo prazo, afetando seriamente o processo de acumulação de capital.

Como, em princípio, a indexação elimina o risco inflacionário, os contratos poderiam normalmente ser firmados também com longa duração. Desse modo, a indexação tenderia a assegurar a existência de financiamento do prazo necessário para os investimentos em capital fixo.⁵⁰

e) **não-desintermediação financeira.** No limite, se o sistema financeiro não consegue responder de forma a reduzir a incerteza sobre os rendimentos reais, inviabiliza-se a formação de contratos financeiros. Se o perfil contratual não se altera de modo a compensar os custos decorrentes do uso de ativos estrangeiros e/ou ativos reais, os fluxos financeiros desarticulam-se e passam à margem do sistema financeiro doméstico.⁵¹

Portanto, como a indexação garantiria o estabelecimento de contratos na economia, assegurar-se-ia a normalidade na circulação financeira. Não seriam necessários prêmios de riscos que inviabi-

⁴⁹ "... inflation tends to wreck longer-term fixed-rate financial markets - it makes them too risky" (Beckerman, 1992, p.18).

⁵⁰ "... indexed assets could contribute significantly to reversing the trend towards shortening of the maturity of the debt structure" (Protection against..., 1974, p.35).

⁵¹ "If wealth is held as gold, antique furniture, or foreign exchange, it is effectively removed from the economy's financial circulation, and made unavailable to would-be borrowers. Short-term credit may be crucial to finance working capital for production and commerce ..." (Beckerman, 1992, p.10).

lizariam a formação dos contratos. Conseqüentemente, o sistema financeiro doméstico continuaria cumprindo as suas funções.⁵²

⁵² Além desses argumentos, ainda foram usados os de que a indexação aumentaria a eficácia da política monetária e permitiria aos devedores, especialmente o Estado, financiar-se a um custo real menor, pois não seria preciso pagar um prêmio de risco. O efeito sobre a política monetária não é objeto desta dissertação. De qualquer forma, é notória a ocorrência do oposto: a redução de sua eficácia em função do aumento do caráter endógeno da oferta monetária e da formação de expectativas inflacionárias elásticas. Ver Carvalho (1986, p.181-183). Quanto à diminuição do custo da dívida pública, embora não seja excluída da análise neste texto, não recebe um tratamento aprofundado.

2. OS PROBLEMAS NA FORMAÇÃO DE UM CIRCUITO FINANCEIRO INDEXADO

Os autores defensores da indexação logo se defrontaram com um fenômeno que contradizia suas postulações: os contratos financeiros indexados não se desenvolviam nos países centrais, pelo menos de forma significativa, apesar de uma inflação anual de dois dígitos. As respostas seguiram basicamente dois caminhos. No primeiro, os trabalhos da teoria novoclássica negaram a própria existência do problema. Se os agentes não cometem erros de forma sistemática sobre a inflação futura, perde sentido a existência da indexação.¹ No segundo caminho, foram avaliadas uma série de hipóteses explicativas dessa pequena ou nula emergência de contratos indexados. Esses argumentos, tratados por Stanley Fischer (1986a, 1986b, 1986c), são analisados após a avaliação da indexação pelo referencial teórico utilizado nesta dissertação.

¹ "If the world looked as Lucas and many followers describe it, there surely would be no need for indexation of any kind" (Hahn, 1986, p.323). Carvalho vai mais longe: "REH [Rational Expectations Hypothesis] theorists assume that unexpected inflation is due to random shocks that, having average value of zero, compensate each other in the long run (if the error followed any 'rule' the public would identify it). Indexation, in this case, would not be superfluous; it would actually cause damage by 'freezing' those random disturbances into contractual clauses. Everybody would be better off without indexation, just allowing the disturbances to dissipate with the passage of time" (Carvalho, 1986, p.31-32). Os chamados teoremas da irrelevância têm um significado bastante forte, entre eles o da diferença quanto à forma de financiamento. Ver Stiglitz (1986) e Fischer (1986c).

O presente capítulo trata das dificuldades inerentes à formação de circuitos financeiros indexados, destacando a relutância dos agentes à formação de dívidas pós-fixadas. Procura-se mostrar que tendem a ser incompatíveis a não-redistribuição de renda e o crédito de longo termo. O capítulo está dividido em duas grandes seções. Enquanto na primeira abordam-se os aspectos teóricos, na seguinte trata-se do caso brasileiro.

2.1. ASPECTOS TEÓRICOS

A análise da dificuldade na formação de circuitos indexados passa pela consideração de dois aspectos: a relutância na oferta de ativos pós-fixados e a demanda desses haveres.

2.1.1. A relutância na oferta de ativos indexados

A indexação, em princípio, elimina o risco de os valores do contrato serem diferentes, em termos reais, do esperado pelas partes. Dessa forma, evita-se o risco de o credor auferir um rendimento real inferior ao previsto quando de uma taxa de inflação efetiva superior à esperada. Do ponto de vista do devedor, afasta-se a possibilidade de um custo real do crédito superior ao previsto se a variação de preços verificada for inferior à esperada. Entretanto a experiência de vários países demonstrou a relutância, mesmo a recusa, dos agentes privados em emitir débitos indexados.² A compreensão desse fenômeno passa pela consideração da incerteza, da necessidade de coerência entre passivos e ativos e do próprio

² "In the countries that introduced indexation after World War II, however, private firms have consistently refused to issue indexed securities ..." (Carvalho, 1986, p.138).

papel exercido pelos contratos monetários numa economia capitalista.³

Segundo Davidson (1978), os contratos denominados em moeda realizam a ligação entre passado e futuro. Eles servem como balizadores importantes para o comportamento dos agentes, constituindo-se em âncoras que reduzem a incerteza:

"In a world of uncertainty where production takes time, the existence of money contracts permits the sharing of the burdens of uncertainties between the contracting parties whenever resources are to be committed to produce a flow of goods for a delivery date in the future" (Davidson, 1978, p.149).⁴

Os contratos, no momento em que se tornam indexados, deixam, em princípio, de apresentar incerteza sobre o conteúdo "real" dos seus valores.⁵ Entretanto o custo é a introdução de uma elevada incerteza, mesmo brutal, sobre os valores monetários. Logo, o contrato pós-fixado não possui a função que Davidson atribui aos contratos monetários. Pelo contrário, esse autor considera a indexação como ameaçadora do próprio sistema monetário:

"... widespread indexing could destroy the liquidity of the existing monetary system for no product produced in the system would have a sticky

³ "In contrast to the virtual unanimity of neoclassical theorists in favor of indexation, Keynes in *The General Theory* and modern post Keynesian authors fiercely opposed indexation" (Carvalho, 1986, p.32).

⁴ "Forward contracting is the most important human institution yet devised for controlling the uncertain future. Since production takes time, entrepreneurs are always entering into forward contracts to assure the future costs of inputs and, in a non-integrated production chain, into sales contracts assure prices and revenues in the future" (Davidson, 1978, p.388-389).

⁵ Neste capítulo, abstraem-se as questões referentes ao grau de perfeição do indexador.

flow-supply schedule to limit its possible future spot price" (Davidson, 1978, p.399).⁶

O valor no contrato indexado exprime o preço de uma determinada cesta de mercadorias. O valor monetário depende então do comportamento do preço de uma série de produtos sobre os quais cada agente privado não detém controle. Assumir um débito indexado significa incorrer em compromissos de pagamento futuro de valor desconhecido.⁷ Um contrato de dívida é um *"contract for forward delivery of interest payments and the return of principal"* (Davidson, 1978, p.410). Assim, um contrato indexado significa uma obrigação de entrega futura de um valor desconhecido. Existem duas unidades de conta, cuja "taxa de câmbio" é flutuante e incerta.⁸ Por sua vez, as obrigações financeiras não-indexadas, chamadas aqui também de obrigações nominais, funcionam como um dos balizadores do cálculo econômico exatamente por terem seus valores monetários fixos ao longo do tempo. Representam um componente importante do custo das empresas do qual se tem a garantia de estabilidade no período de duração do contrato.⁹

⁶ *"In any perfectly indexed economy, any increase in the price index would start a process of continually shifting the flow supply curves of all goods upwards, causing people to fly from currency (i.e. there is a dramatic fall in the liquidity of money) as people will prefer to hold liquid goods (whose future spot price is expected to be inflation-proof)" (Davidson, 1978, p.399).*

⁷ O mesmo argumento é válido também quando são usados indexadores como a taxa de câmbio, taxa de juros, etc.

⁸ *"Co-existence in an economy of purchasing-power and monetary units implies that at least some economic entities assume open - i.e., unhedged, hence risky - balance-sheet positions, with one kind of unit on the asset side and the other on the liability side" (Beckerman, 1992, p.131).*

⁹ *"For the firm it is the predictability of the cash outflows that matter so they can be incorporated to the costs which the firm targets to cover with their prices. Because of the advantages of an **ex ante** agreement about the cash payments for the firms, they may find preferable to pay rates on nonindexed debt that prove to be higher, on hindsight, than those paid on indexed debt" (Carvalho, 1986, p.152 -*

Desse modo, assumir uma dívida indexada implica introduzir uma elevada incerteza sobre o valor monetário dos pagamentos.¹⁰ Esse valor acompanha a evolução dos preços dos componentes utilizados no índice. Entretanto contextos de alta inflação apresentam uma elevada variabilidade nos preços relativos. Conseqüentemente, a correlação entre a variação do índice de preços utilizado e a variação dos preços da firma torna-se bastante incerta.¹¹ Em conhecido artigo, Frenkel (1979) destaca o risco que a empresa incorre de ter seus preços variando em proporção menor do que o dos seus insumos (ou dos demais preços da economia), trazendo perda de capital para a unidade. Se essa possui ainda uma dívida indexada, a perda será maior.¹²

Portanto, as obrigações indexadas têm repercussões sobre o grau de coerência entre as estruturas do passivo e do ativo de cada agente, afetando também a confiança que cada um deposita na sua estrutura financeira. A tipologia definida por Minsky¹³ é bas-

grifo no original). "To stabilize the real value of debts when the same cannot be done to revenues is much worse for a firm than risking accepting nominal debts whose real burden may change favorably" (Carvalho, 1986, p.172).

¹⁰ "The post Keynesian theory of the firm proposes the opposite of what is expected by the neoclassical theory of the firm: for the latter firms should prefer the indexation of debts because it would minimize the variance of **real** expenditures; for the post Keynesian theory, nominal debts are preferred because they eliminate the uncertainty about **money** payments" (Carvalho, 1986, p.194 - grifos no original).

¹¹ Baer e Beckerman mostram, ao longo dos anos 70, as diferenças de comportamento dos preços de setores industriais e do valor da UPC (Baer, Beckerman, 1980, p.695-699).

¹² Os compromissos da dívida indexada a um índice geral de preços subirão inexoravelmente de acordo com o comportamento da taxa de inflação efetiva. Assim, reforça-se a proposição de Frenkel de que, ante uma inflação alta e incerta, tende a existir um viés para cima na formação dos *mark-ups ex ante*, como forma de a firma minimizar seu risco.

¹³ Davidson (1978, p.410-419) examina as conseqüências de um passivo indexado utilizando uma tipologia semelhante à de Minsky: *hedge* corresponde a *Sinking Fund Finance* (SFF); *speculative*, a *Floating Fund Finance* (FFF); e *Ponzi*, a *Rising Fund Finance* (RFF).

tante útil para avaliação das conseqüências de um passivo pós-fixado.

Por essa tipologia, a evolução financeira dos agentes *hedge* depende unicamente do comportamento do rendimento dos seus ativos. A fonte de incerteza, para as empresas não-financeiras, localiza-se basicamente no mercado dos seus produtos. Entretanto quando a unidade possui um passivo indexado, um aumento do custo financeiro acima do previsto pode deteriorar a sua situação. O agente pode inclusive se transformar em *speculative* ou *Ponzi*,¹⁴ mesmo tendo concretizadas as expectativas de rendimento dos seus ativos.¹⁵ Logo, uma importante fonte de incerteza surge na sua estrutura financeira. O agente *speculative* foi definido, no capítulo anterior, não apenas em função da necessidade de refinanciamento das amortizações da dívida, mas também em razão da dependência da evolução das condições do mercado financeiro. Por esse critério, a unidade *hedge*, assumindo obrigações indexadas, passa a ser necessariamente *speculative*, pois a sua evolução financeira está atrelada ao comportamento incerto do índice utilizado nos contratos do seu passivo.¹⁶ Ela torna-se vulnerável à evolução do indexador.¹⁷

¹⁴ "If interest payments are indexed, speculative units can then easily become Ponzi investors if inflation turns out to be higher than expected" (Carvalho, 1986, p.151-152).

¹⁵ "... even if initial expectations of cash inflows are met, these obligations could become FFF debts (or even RFF) if the price index to which the debt payments are linked rises more rapidly than the prices underlying the expected cash inflows from sales by the asset holder" (Davidson, 1978, p.413).

¹⁶ "By this criterion, a unit that borrows at floating rates is engaged in a form of speculative finance, even though at ruling interest rates it is engaging in hedge financing" (Minsky, 1986, p.208n)

¹⁷ "If interest rates fluctuate widely, technical, and, hopefully, transitory insolvency is likely to occur for organizations that engage in speculative finance" (Minsky, 1986, p.337).

Por conseguinte, a coerência entre seus ativos e passivos não depende somente do comportamento do mercado dos seus produtos.

Como demonstram Beckerman (1992, p.205) e Dreizzen (1985, p.64), a preferência por débitos indexados dependerá do grau de correlação entre os preços da firma e o nível geral de preços. Economias de alta inflação apresentam grande variabilidade dos preços relativos: "... *ceteris paribus*, quanto mais instável for a inflação, maior será a demanda de crédito não-indexado e menor a demanda de indexação" (Dreizzen, 1985, p.66).¹⁸ Dreizzen ressalta ainda que o cálculo dessa correlação depende de probabilidades subjetivas, as quais, num contexto de inflação instável, são realizadas com baixo grau de confiança. Por outro lado, quanto maior o horizonte considerado, mais elevada tende a ser essa correlação, o que "aumentará o número de firmas para as quais é conveniente o sistema indexado em termos de menor risco" (Dreizzen, 1985, p.66). Contudo esse último caso não elimina o problema do risco existente, ao longo do cumprimento das obrigações de pagamento, de a variação de preços da firma ser inferior à do indexador.¹⁹

Por outro lado, Dreizzen demonstra também que a indexação evita o encurtamento do prazo médio das dívidas decorrente da amortização implícita nas elevadas taxas de juros nominais dos

¹⁸ O "modelo explica por que os sistemas de indexação financeira baseados em índices gerais de preços são difíceis de implementar num contexto de variações erráticas na inflação e de flutuações violentas nos preços relativos" (Dreizzen, 1985, p.66).

¹⁹ Além disso, Beckerman alerta que "*severe inflation may cause the price system to malfunction so severely that inflationary dispersion may actually be higher for longer time periods*" (Beckerman, 1992, p.23).

débitos não-indexados.²⁰ Com essa amortização antecipada, uma unidade *hedge* pode transformar-se em *speculative*, se não tiver condições de fazer frente à concentração dos desembolsos monetários no início do período. No entanto uma outra forma de contornar esse problema é por meio da explicitação, na taxa de juros nominal acordada, da parcela que corresponde à previsão inflacionária, transferindo esse encargo para as amortizações.²¹

A utilização de indexadores que não os índices gerais de preços apresenta vários inconvenientes. Como destaca Dreizen (1985, p.57-58), a indexação a taxas de juros do mercado financeiro, embora possa liberar o intermediário do risco de taxas, mantém a incerteza sobre o custo financeiro para o devedor. Na verdade, a incerteza até pode aumentar, pois a taxa de juros está sujeita ao comportamento imprevisível da política monetária e dos próprios movimentos de portfólio, os quais tendem a apresentar grande instabilidade em ambiente de alta inflação. Nesse contexto, a taxa de juros é extremamente volátil.

Se o indexador usado são os preços da firma devedora, o título torna-se mais semelhante a uma ação preferencial do que a um título de dívida.²² Mesmo do ponto de vista da firma, ainda permanece a incerteza sobre a correlação entre seus preços e seu lucro.

²⁰ "... a parcela de inflação contida na taxa nominal de juros significa, de fato, uma amortização antecipada do crédito em termos reais" (Dreizen, 1985, p.43).

²¹ No Brasil, essa parcela foi chamada de "correção monetária a priori".

²² Os riscos do título indexado ao preço da firma são "*completely different from those of either a nominal bond or a bond indexed to a general price index. (...) They just competed with equity to which they were closer than to debts*" (Carvalho, 1986, p.167). No mesmo sentido, ver Protection against... (1974, p.45).

A relutância das empresas em assumir dívidas indexadas não significa necessariamente a completa ausência de emissão de tal tipo de dívida pelo setor privado. Entretanto ela implica que a alteração no perfil dos contratos financeiros decorrente de ambiente inflacionário não será simplesmente a constituição de obrigações indexadas e não-indexadas. Essas últimas também poderão sofrer modificações importantes e os próprios contratos indexados poderão assumir características diferenciadas das preconizadas teoricamente.

Em conseqüência dessas alterações, a empresa não se defrontará simplesmente com as alternativas dívida indexada e não-indexada. Duas são as principais modificações. Em virtude da incerteza inflacionária, os créditos de longo prazo, e mesmo os de médio prazo, com rendimento nominal pré-fixado tendem a desaparecer. Em seu lugar, surge a possibilidade de emitir obrigações de prazos mais curtos e refinanciá-las seguidamente (*rolling over*). A segunda alteração possível é o surgimento de mecanismos que reduzam a incerteza das dívidas indexadas, como, por exemplo, o estabelecimento de limites máximos para a variação nominal dos valores contratuais.²³ Seria, na verdade, um "desvirtuamento" do próprio sistema de indexação. Embora os valores sejam indexados, eles não captariam integralmente a desvalorização da moeda em virtude de restrições estabelecidas contratualmente ou pela ação governamental.

²³ Nos países desenvolvidos, surgiu a figura do *cap* nos contratos a taxas de juros flutuantes. O devedor paga um prêmio para fixar um valor máximo que pode assumir a taxa de juros paga pela dívida, protegendo-se contra uma elevação da taxa de juros referencial a valores acima desse teto.

A forma de financiamento dos ativos da empresa, mais especificamente dos seus investimentos em capital fixo, dependerá da disponibilidade e vantagem relativa de quatro formas de financiamento:

- a) dívida indexada "pura" (indexação sem desvirtuamentos);
- b) dívida indexada "desvirtuada";
- c) dívida de prazo mais curto com expectativa de *rolling over*;
- d) outras formas de financiamento de longo prazo: crédito subsidiado a taxas pré-fixadas, emissão de ações, etc.

No caso de o financiamento dos agentes estar concentrado nessas duas últimas alternativas, a indexação não estaria exercendo nenhum papel no financiamento de longo prazo da economia. Por conseguinte, não se verificaria um dos benefícios apontados inicialmente para a introdução da indexação.

Se a alternativa usada for a do item "b", embora a indexação esteja garantindo o financiamento de longo prazo, não estará evitando uma redistribuição de renda. Como a indexação está "desvirtuada", os valores pós-fixados podem não acompanhar a desvalorização da moeda. Os credores poderão estar recebendo um rendimento real negativo, isto é, sofrendo perdas no valor real de sua riqueza financeira. Nesse caso, dois benefícios apontados no uso da indexação tornam-se incompatíveis: o financiamento de longo prazo somente ocorre por meio de uma redistribuição de renda entre credor e devedor. Essa transferência pode processar-se também me-

diante mecanismos do próprio mercado, o que é analisado na próxima subseção.

É claro que qualquer alternativa de financiamento deve ser coerente com o rendimento prospectivo dos ativos. No limite, as condições de todas as formas de financiamento podem ser tão desfavoráveis que resultem na decisão da empresa de não aumentar os seus ativos, principalmente sob a forma de capital fixo. Por outro lado, a unidade pode estar numa situação de baixa elasticidade de demanda de crédito em virtude de dificuldades financeiras, obrigando-a a aceitar condições contratuais desfavoráveis, deteriorando ainda mais a sua situação financeira.

Uma situação que apresenta características bem específicas é a do financiamento imobiliário, mais acentuadamente no caso da aquisição da casa própria. Em primeiro lugar, esse tipo de financiamento, para boa parcela da população, necessariamente deve ser de longo prazo. O valor das rendas prospectivas das famílias não é suficiente para fazer frente a desembolsos de grande valor, que ocorreriam caso o contrato fosse de curto ou médio termo. Em segundo lugar, ao ser de longo prazo, esse contrato exige algum mecanismo indexatório. Conseqüentemente, resta às famílias apenas duas opções: o não endividamento - e assim a não aquisição da casa própria - ou a aceitação de uma dívida indexada: "*People have been willing to accept index-linked mortgage finance when they had no other option ...*" (Beckerman, 1992, p.133).

Do ângulo das instituições financeiras, a relutância na assunção de dívidas indexadas é mais forte do que das demais empre-

sas. Na verdade, é uma recusa completa, a menos que a instituição possa casar esse passivo com um ativo também pós-fixado. O risco enfrentado por uma entidade financeira é bem maior do que o de uma empresa não-financeira. Enquanto essa última possui algum grau de correlação do preço dos seus produtos com a taxa de inflação, o agente financeiro tem seus ativos predominantemente com rendimento pré-fixado. O risco de taxas seria enorme.²⁴ Por conseguinte, essas instituições somente emitem débito indexado à medida que entidades não-financeiras o façam. Como essas relutam em fazê-lo, várias experiências históricas indicam que cabe ao Estado o papel de iniciar e viabilizar o processo:

"Indexed bonds, however, do not emerge spontaneously in the markets. They are created by the government with the explicit purpose of offering positive real rates of interest to buyers. (...)

Private agents, particularly firms, are not likely to issue private bonds, except under specific conditions" (Carvalho, 1986, p.193).

A capacidade do Estado de enfrentar o risco dos débitos indexados é justificada pela maioria dos autores pelo seu poder de emissão de moeda. Esse poder seria suficiente para compensar os riscos envolvidos. No entanto mais dois aspectos que atuam favoravelmente à emissão de dívida pública indexada devem ser lembrados. Em primeiro lugar, como acentua Patinkin (1976, p.12), as receitas fiscais são indexadas (ao produto nominal). Como essas não depen-

²⁴ "Consider what would happen to a financial intermediary whose assets were primarily in equity or indexed form, but whose liabilities were mainly in fixed-interest nominal debt form, or vice versa. In so far as the value of its assets was subject to different sources of variation from those of its liabilities, then the intermediary would be extremely, unsafely unbalanced, and its net worth would fluctuate sharply" (Goodhart, 1989, p.118).

dem do comportamento específico do preço de uma determinada mercadoria, o Estado consegue ter algum casamento entre a variação das suas receitas e a dos valores das suas obrigações. Por outro lado, não se pode esquecer o efeito negativo que a inflação produz sobre a receita real por meio da defasagem entre o fato gerador e o momento da arrecadação (efeito Olivera-Tanzi).²⁵ Em segundo lugar, o próprio caráter oficial que a indexação pode assumir permite certa manipulação ou arbitramento do Estado sobre o indexador. O Estado é emissor de passivo indexado e simultaneamente definidor das normas do indexador. Claro que a utilização de artifícios, após determinado período, acarreta um custo para o devedor por meio da reação preventiva dos credores. De qualquer forma, a possibilidade de arbitramento é um fator que proporciona alguma sensação de segurança para o governo.

2.1.2. A demanda de ativos indexados, o rendimento implícito e a "poupança popular"

Os ativos indexados oferecem uma taxa de incerteza inferior à dos não-indexados. Se os demais fluxos de rendimentos forem semelhantes, os haveres indexados apresentariam uma eficiência marginal superior. Entretanto o movimento de demanda em direção aos títulos com cláusula indexatória, dada a oferta desses papéis, provoca um crescimento do seu preço em relação ao dos não-indexados até a obtenção de um equilíbrio nas duas eficiências marginais. Desse modo, o comprador do papel pós-fixado, ao adquiri-lo com ágio, espera um rendimento real inferior, podendo até ser ne-

²⁵ Além disso, a substituição da moeda, nos processos inflacionários, tende a reduzir, a partir de determinada taxa de inflação, os ganhos com senhoriagem.

gativo. Esse processo é demonstrado por Cardim de Carvalho (1986, p.111-115). Como os ativos indexados carregam uma menor incerteza sobre o seu rendimento real, tendem a ser negociados com ágio de forma a equilibrar as eficiências marginais. O maior fluxo de rendimento implícito é compensado por um menor rendimento monetário esperado. Portanto, o próprio funcionamento do mercado encarrega-se de fazer com que se tornem incompatíveis o financiamento de longo prazo e a não-redistribuição de renda. Essa incompatibilidade é resultado assim de uma característica inerente a essa economia: a incerteza.²⁶ Nesse caso, a transferência de renda já é esperada pelos agentes.

Contudo, salienta Carvalho (1986, p.117-118), na maioria das experiências históricas, a indexação foi utilizada também sob o argumento da necessidade de proteção da "poupança popular". Os ativos indexados com essa finalidade não são passíveis de negociação, o que os deixaria livres da possibilidade das chamadas "perdas de capital". Conseqüentemente, esses haveres não possuem o mecanismo de redução da eficiência marginal mediante aumentos no seu preço *spot*. Inclui-se também o caso de títulos negociáveis que tenham preço baixo sustentado pelo governo. Em ambas as situações, impõe-se um piso elevado para as demais formas de aplicação de capital.

Esse tipo de aplicação do público pode gerar um problema sério na compatibilização dos fluxos financeiros. A necessidade de

²⁶ A possibilidade de variação dos preços dos títulos indexados faz com que "the indexed bond will be seen by the potential buyer as just another asset whose expected yield in terms of money is variable (as it is case with equities)" (Carvalho, 1986, p.116).

coerência entre as estruturas do passivo e do ativo das instituições financeiras implica que os créditos que ela concede terão de possuir valores também indexados integralmente. Assim, gera-se um problema quanto à capacidade de os agentes não-financeiros absorverem esses créditos. O aplicador no sistema financeiro não incorre em perda de rendimento real, mas o devedor da instituição reluta em aceitar esse tipo de obrigação. Se o rendimento monetário das aplicações populares incorporasse um redutor, o custo do empréstimo indexado correspondente teria um decréscimo que o tornaria mais atraente. Nesse caso, porém, voltar-se-ia à proposição da incompatibilidade entre não-transferência de renda e financiamento de longo prazo.

O possível desequilíbrio no circuito financeiro gerado pelos ativos indexados não-negociáveis torna necessário algum mecanismo externo de acomodação que garanta o "escoamento" dessa forma de captação do sistema financeiro. Se forem usadas restrições quantitativas na captação - limite máximo de depósitos -, estar-se-á restringindo a participação dos haveres indexados no total da riqueza financeira, além de poder comprometer a função de atendimento à poupança popular. Surge então o papel do Estado no sentido de garantir formas de atração dos créditos indexados. Uma delas é fazer com que a indexação para o devedor não seja "pura": os valores das obrigações não acompanhariam integralmente as taxas de inflação. Isso implica a concessão de um subsídio estatal às instituições financeiras para cobrir a diferença entre a correção dos valores do ativo e do passivo. Portanto, realizar-se-ia uma impor-

tante redistribuição de renda: parcela da receita fiscal seria destinada aos devedores beneficiados com esse subsídio.²⁷

Se o ônus desse mecanismo de atração da dívida indexada for transferido para o credor do sistema financeiro, a indexação também não cumpriria a função de evitar a redistribuição de renda. Em vez de o mercado realizar a redução do rendimento monetário mediante ágios na negociação dos títulos, é o Estado que a faz por meio do próprio indexador. Novamente, o financiamento de longo prazo com indexação somente seria garantido com redistribuição de renda. Não se protegeria integralmente a "poupança popular".²⁸

2.1.3. Outros fatores apontados como limitadores da indexação

Era clara a disparidade entre a recomendação dos economistas de uso da indexação e a realidade concreta do não desenvolvimento de contratos financeiros indexados nos países centrais, apesar do crescimento das taxas de inflação. Logo, vários autores procuraram analisar diferentes alternativas explicativas desse fenômeno.²⁹ Um destaque especial cabe aos trabalhos de Stanley Fischer.

²⁷ Como é visto na subseção seguinte, esses mecanismos de "desvirtuamento" da indexação, e a conseqüente transferência fiscal, foram intensamente utilizados no Brasil, com destaque para as operações de crédito do BNDE e do Sistema Financeiro da Habitação.

²⁸ Na experiência brasileira, conforme salientado no capítulo quatro, os desvirtuamentos da indexação atingiram o valor real da riqueza financeira, inclusive da "poupança popular".

²⁹ Algumas explicações basearam-se na interferência governamental: "The most obvious and almost unanimously adopted answer to the first of these questions [por que não se desenvolveu um mercado privado de títulos indexados] was that many legal and institutional barriers effectively made it impossible for the private sector to introduce indexing. Representatives of several countries also felt that, even if existing laws did not prohibit index linking, such laws would be sought by the authorities should some privately indexed bonds appear on the market" (Protection against..., 1974, p.44). Goodhart também acentua a oposição das autoridades governamentais como um importante

Utilizando um modelo com famílias otimizando portfólio entre ações, títulos não-indexados e títulos indexados, Fischer (1975) analisa alguns aspectos que estimulam a demanda desses últimos, como o grau de aversão ao risco das famílias e a correlação ou não do retorno das ações com a taxa de inflação. Entretanto ele admite claramente que:

"Reasons for the nonexistence of indexed bonds in the U.S. economy do not emerge clearly from the analysis, since in none of the models do nominal bonds drive indexed bonds out of existence" (Fischer, 1975, p.527).

Fischer chega a apontar rapidamente possíveis razões para a ausência de emissão de dívida indexada privada: tratamento tributário, relativa estabilidade da taxa de inflação nos EUA, custos de introdução de um novo ativo e dificuldade de escolha de um índice apropriado. Contudo, ao invés de explorar esses elementos, ele arrola um conjunto de fatores omitidos que poderiam **umentar** a demanda por títulos indexados, como a incerteza do rendimento dos ativos nominais e das ações, o custo de adquirir informações e comprar ações e as perdas para os possuidores de ativos quando de subestimação da taxa de inflação.

Em artigo publicado dois anos depois, Fischer (1986b) centra sua análise nas possíveis causas da não emissão de títulos indexados pelo setor privado, reconhecendo que o trabalho anterior não ajudava nessa tarefa. Ele discute várias alternativas explicativas:

fator para o não desenvolvimento de contratos indexados, apesar de ser uma prática detentora de uma série de adeptos entre grandes economistas (Goodhart, 1989, p.316-327).

a) correlação do lucro das empresas com o nível de preços. A partir de uma amostra de 16 empresas nos EUA, constatou-se que existem firmas com correlação positiva entre o seu lucro e o índice de preços ao consumidor. Fischer conclui assim que não se poderia buscar a causa da ausência de emissão de dívida indexada na inexistência de firmas com essa correlação. No entanto essa afirmação apresenta alguns problemas. Além de a maioria das empresas pesquisadas ter apresentado uma correlação negativa, ele desconsidera a incerteza existente sobre a continuidade da correlação positiva - fato que é reforçado pelo próprio histórico das outras empresas;

b) tratamento tributário. Fischer afirma que não existe muita clareza sobre esse aspecto, considerando como improvável que seja um fator contrário;

c) expectativas de inflação. Fischer constata que o rendimento real dos títulos nos 20 anos anteriores foi baixíssimo. Dessa forma, haveria incentivo para as firmas emitirem títulos nominais. Porém o autor acentua que esse argumento requer que os tomadores de empréstimo tenham expectativas de inflação sistematicamente maiores que a dos credores, o que seria difícil confirmar ou refutar. Ele lembra, contudo, que as expectativas de inflação entre os credores não são homogêneas. Com isso, deveria haver emprestadores com expectativas inflacionárias suficientemente pessimistas que tornassem vantajosa a emissão de títulos indexados;

d) "call provision". Cláusula em títulos norte-americanos pela qual a empresa pode saldar a dívida antes de sua maturidade,

protegendo-se contra riscos de queda da taxa de inflação e da taxa de juros. O autor não a considera como fator explicativo para a inexistência de papéis indexados: essa cláusula somente oferece proteção após cinco ou 10 anos e não há razão para os títulos indexados não possuírem cláusulas semelhantes por meio de máximos e mínimos de pagamentos nominais;

e) variância da taxa de inflação. Segundo Fischer, uma maior variância inflacionária traz condições mais favoráveis para a emissão de dívida indexada. Como as taxas de retorno das ações apresentam uma variabilidade muito superior à da taxa de inflação, os agentes estariam já acostumados a essas incertezas nos seus portfólios. Uma baixa variância inflacionária, portanto, não seria motivo suficiente para tornar desejável a introdução de um novo ativo financeiro. Mas, como o início dos anos 70 apresentou um crescimento nessa variância, melhores seriam as condições para a emissão de obrigações indexadas;

f) custo de inovação. Fischer admite a existência de custos de negociação e de "educação" do público a um novo instrumento financeiro. Todavia considera que, frente a um público receoso da inflação, esses custos são comparativamente baixos. Faz a ressalva, porém, de que é importante distinguir entre instituições financeiras e não-financeiras. No primeiro caso, elas provavelmente desejarão inovar nos dois lados: no seu ativo e no seu passivo.

Após o exame dessas diferentes alternativas explicativas, a sua conclusão é de que *"most of the usual explanations for the*

nonissuance of private indexed bonds do not in fact explain the phenomenon" (Fischer, 1986b, p.260).

Embora Fischer chegue a citar o aspecto do casamento entre as estruturas do ativo e do passivo, não o explora nem o considera sob o aspecto da incerteza. Isso se torna claro quando ele discute a correlação entre o lucro da empresa e o nível de preços. Para esse autor, a simples existência de empresas com correlação positiva, embora em minoria, já seria motivo suficiente para que esse não fosse um fator de recusa de emissão de débito indexado. Não considera, assim, a incerteza existente sobre essa correlação no momento futuro.

Na introdução feita para coletânea de seus artigos,³⁰ Fischer (1986a) parece encontrar uma explicação mais definida.³¹ As razões devem ser buscadas no lado da oferta desses títulos. Do ponto de vista da demanda, considera que essa depende da existência de outros *hedges* contra a inflação. As experiências empíricas indicam que as ações não cumprem esse papel. Porém Fischer cita ainda um trabalho de Bodie que considera a estratégia de *rolling over* títulos de curto prazo como um bom *hedge* contra a inflação. Mesmo assim, ele mantém a idéia de que existiria uma "*positive demand for*

³⁰ Em um desses artigos, Fischer (1986c) analisa alguns aspectos referentes à emissão governamental de títulos indexados. Destaca que a predominância de dívida governamental não-indexada em países de inflação relativamente estável origina-se de "fricções" associadas com a indexação, como o atraso na coleta e publicação dos índices de preços e as diferenças quanto ao índice apropriado em virtude de variações nos preços relativos.

³¹ Ele salienta também que a defasagem na coleta de dados sobre preços exclui a existência de títulos indexados de curto prazo. Em condições "normais", isso não traria problemas, pois a variância do nível de preços é muito pequena. Assim, o uso de instrumentos não-indexados não geraria perdas significativas. Fischer também considera que as condições para a neutralidade da forma de financiamento são muito fortes.

indexed bonds at real interest rates close to those on nominal bonds" (Fischer, 1986a, p.267).

Do lado da oferta, ele volta a lembrar a importância da diferença entre instituições financeiras e empresas não-financeiras. Para as primeiras, o problema é a necessidade de *hedge* para seu portfólio: a emissão de débito indexado apenas ocorreria se elas pudessem adquirir ativos do mesmo tipo. Para o caso das empresas não-financeiras, o aspecto básico é a existência ou não de correlação entre lucros e inflação não-esperada. Remetendo à pesquisa citada anteriormente sobre essa correlação, ele afirma que os homens de negócios frequentemente arguem que, emitindo um débito indexado, estariam perigosamente expostos a um "*potentially large liability*" (Fischer, 1986a, p.267). Ele considera essa resposta como sendo em grande parte possuidora de ilusão monetária, pois em termos reais são os pagamentos de obrigações não-indexadas que estariam sujeitos a amplitudes. O argumento viria muito mais no sentido de que existe provavelmente uma distribuição assimétrica da taxa de inflação: altas taxas de inflação são mais prováveis do que altas taxas de deflação. Por fim, ele conclui que o declínio da taxa de inflação nos últimos anos tornou menos provável a introdução da indexação em larga escala.

Nesse último texto, portanto, Fischer chega a conclusões um pouco mais claras e, de alguma forma, mais próximas da abordagem pós-keynesiana. Dois são os aspectos principais: a localização do foco principal de resistência do desenvolvimento de contratos financeiros indexados no lado da oferta desses ativos e a preocupa-

ção com o casamento entre as estruturas ativas e passivas dos agentes. Entretanto ele não caminha no sentido de explorar as implicações da existência de incerteza sobre a correlação entre o indexador e os lucros e preços da firma. Ainda no caso do argumento da assimetria da taxa de inflação, essa deveria refletir-se no pagamento de um prêmio para os possuidores dos ativos não-indexados e não necessariamente na ausência de emissão de dívida indexada.

A dificuldade da teoria econômica em apreender vários aspectos da indexação é bastante clara, sendo reconhecida por Frank Hahn:

"... it does not seem to me that we have succeeded in precisely modeling the market economy and its attendant imperfections which would permit us to give a clinching answer to the questions of the consequences and welfare effects of indexation" (Hahn, 1986, p.321).

Após destacar a importância da oposição das autoridades governamentais à utilização da indexação, Goodhart ressalta que mesmo a emissão de títulos públicos indexados no Reino Unido, nos anos 70 e 80, foi *"resolutely ignored by the private sector"* (Goodhart, 1989, p.326). Pelo menos até 1987, nenhuma companhia havia emitido uma dívida indexada, nem mesmo os intermediários financeiros. Conclui então:

"Given the government's lead and the removal of barriers, the remaining reservations that the private sector apparently feel about financial indexation (e.g., the difficulty of choice of appropriate price index, legal complexity, etc.)"

are **quite unclear**" (Goodhart, 1989, p.327 - grifos acrescentados).

2.2. O CASO BRASILEIRO

Neste segundo bloco do capítulo, é analisado o desenvolvimento dos contratos financeiros indexados no Brasil, procurando-se destacar as dificuldades inerentes a esse processo. Inicialmente, faz-se um breve panorama, meramente introdutório, do sistema de indexação brasileiro. Nas duas subseções seguintes, o objeto de análise é centrado na postura e inserção das instituições financeiras e das empresas não-financeiras frente à indexação. Após, o foco de estudo desloca-se para o ponto de vista da demanda dos ativos pós-fixados. Por fim, trata-se do principal circuito financeiro indexado desenvolvido no país, o do Sistema Financeiro da Habitação.

2.2.1. Origem e evolução do sistema de indexação no Brasil: um panorama

O surgimento do sistema de indexação no Brasil está inserido no conjunto de alterações institucionais promovidas no sistema financeiro nos meados da década de 60. O estágio alcançado pelo processo de industrialização exigia importantes modificações nas relações financeiras vigentes. A industrialização pesada e o crescimento da indústria de bens de consumo duráveis contrastavam com o baixíssimo desenvolvimento financeiro.³² A superação da crise

³² O precário desenvolvimento financeiro da década expressa-se de maneira clara por meio de uma baixa relação haveres financeiros/PIB e uma acentuada participação dos meios de pagamento no total de haveres financeiros. Ver Sochaczewski (1980).

econômica do período passava por um acentuado reordenamento institucional.

Um óbice importante ao desenvolvimento financeiro encontrava-se no contexto inflacionário. Além das dificuldades inerentes à formação dos contratos em ambiente de inflação resistente, impunham-se os limites institucionais da famosa "Lei da Usura", a qual determinava que a taxa máxima de juros a ser cobrada não deveria ultrapassar os 12% a.a., e da chamada cláusula ouro, que proibia a estipulação de valores contratuais que não pela moeda nacional.

Esse quadro trazia várias conseqüências. Inviabilizava-se a formação de contratos de longo prazo na economia, dificultando o financiamento da acumulação de capital e do setor imobiliário. Desestimulavam-se as aplicações no sistema financeiro, que assim não podia cumprir a função de centralização de capitais ociosos. Os novos bens de consumo duráveis, de maior valor unitário, não encontravam um sistema de crédito que permitisse a elevação do grau de endividamento das famílias. O Estado tinha de recorrer à emissão monetária como forma principal de financiamento do seu déficit.

Partindo dessa situação, a Reforma Financeira de 1964/65 e outras medidas adotadas até 1967 realizaram uma profunda alteração no quadro institucional vigente, buscando garantir um desenvolvimento financeiro mesmo num contexto inflacionário. A estratégia gradualista da política antiinflacionária deixava evidente que algum nível de aumento de preços ainda se manteria por um período mínimo. A principal alteração para enfrentar as dificuldades de

formação de contratos financeiros em ambiente inflacionário foi a instituição da correção monetária.³³ Os objetivos eram bastante claros.³⁴ Em primeiro lugar, garantir a formação de taxas reais de juros positivas, estimulando com isso a "poupança" e desincentivando a desintermediação financeira. Em segundo lugar, permitir o desenvolvimento de contratos de longo prazo, assegurando o financiamento de investimentos e da construção imobiliária. Por fim, objetivava-se o desenvolvimento da dívida pública, constituindo nova fonte de financiamento governamental.

A correção monetária nasceu por meio da criação das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN) em 1964.³⁵ Constituíam-se em títulos governamentais com prazo de um, dois e cinco anos, cujo valor era corrigido de acordo com a variação de preços. O objetivo era assegurar, por meio da garantia da proteção contra a corrosão da inflação, uma importante fonte de financiamento não-inflacionário e a prazos relativamente longos. Portanto, a correção monetária, inicialmente, esteve ligada basicamente à dívida pública.³⁶ Entretanto, logo em seguida, a correção monetária das ORTNs passou a constituir-se na correção monetária de uma série de outros contratos, isto é, a ORTN configurou-se tanto como instrumento financeiro, quanto como nova unidade de conta na economia. Os ativos que se utilizavam da ORTN como indexador podem ser clas-

³³ De acordo com Almeida (1984, p.23), a correção monetária foi concebida como instrumento necessário nesse "período de transição", quando persistiriam focos de inflação e o comportamento dos agentes seria ainda guiado por um ambiente inflacionário.

³⁴ Ver Barros (1985) e Zini (1982).

³⁵ Lei nº 4.357, de 16/07/64.

³⁶ Além da área tributária, ao favorecer uma maior equidade fiscal por meio da correção monetária dos débitos fiscais e dos ativos das empresas.

sificados em dois grupos. O primeiro deles era formado pelos fundos compulsórios de aplicação financeira. O mais importante era o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), criado em 1966. O segundo grupo era composto por aplicações voluntárias no sistema financeiro, representadas pelos depósitos de poupança e pelas letras imobiliárias. Ambos, juntamente com o FGTS, formavam o *funding* do recém criado Sistema Financeiro da Habitação (SFH).³⁷

Os demais haveres financeiros, como as letras de câmbio (LC) e os depósitos a prazo fixo (DPF), permaneceram fora do sistema de indexação até o final dos anos 70. Legalmente esses papéis passaram a incorporar, além de uma determinada taxa de juros, a chamada "correção monetária a priori", que correspondia a uma previsão de inflação.³⁸ Por conseguinte, constituíam-se claramente em contratos não-indexados, possuindo seu rendimento já fixado nominalmente no momento da aplicação.³⁹ Como contrapartida dessa captação a taxas de juros pré-fixadas, os respectivos créditos concedidos pelas instituições financeiros também não eram indexados.

Além desses dois sistemas de contas, um baseado na ORTN, outro no cruzeiro, formou-se também um terceiro, vinculado ao dólar norte-americano. Era representado pelos empréstimos externos, con-

³⁷ Na verdade, os contratos do SFH eram expressos na Unidade Padrão de Capital (UPC), a qual era reajustada trimestralmente de acordo com a variação da ORTN.

³⁸ Com esse artifício, fugiu-se da Lei de Usura, principalmente a partir de acórdão do Supremo Tribunal Federal de que a correção monetária a priori, por se constituir numa previsão de inflação, não poderia ser considerada juro.

³⁹ Nesta dissertação, quando se mencionar correção monetária, estar-se-á referindo-se unicamente à "correção monetária a posteriori", isto é, ao instituto da indexação. Os contratos com a chamada "correção monetária a priori" serão sempre referidos como possuindo rendimento pré-fixado. isto é, contratos não-indexados.

tratados via Lei nº 4.131⁴⁰ ou Resolução nº 63,⁴¹ cujo valor em cruzeiro dependia da taxa de câmbio. Essa, a partir de agosto de 1968, passou a ser reajustada em curtos intervalos de tempo e abaixo da variação de preços interna, no que ficou conhecida como política das minidesvalorizações cambiais.⁴²

O período do "milagre brasileiro" (1967-1973) desenvolveu-se com esse quadro institucional, o qual foi acrescido, em 1970, com as Letras do Tesouro Nacional (LTN)⁴³ - título não-indexado criado para exercer funções de política monetária. Esses anos de forte expansão da economia brasileira foram acompanhados por um intenso desenvolvimento financeiro, expresso por meio da diversificação dos instrumentos financeiros, do aprofundamento financeiro (aumento da relação haveres financeiros/PIB) e do crescimento do grau de endividamento das empresas e das famílias.

Apesar do desenvolvimento dos contratos financeiros indexados, a predominância, ao final do período, ainda cabia aos pré-fixados. O principal fator explicativo encontra-se no comportamento inflacionário da época. As baixas e razoavelmente previsíveis taxas de inflação tornavam bastante atrativas as aplicações financeiras não-indexadas. Tal fato, somado à relutância de assunção de dívidas indexadas, fazia com que o circuito financeiro não-

⁴⁰ De 03/09/62. Nessa modalidade, os empréstimos do exterior são concedidos diretamente a tomadores no país.

⁴¹ De 21/08/67. Por meio dessa e da Res. nº 64, de 23/08/67, as instituições financeiras do país obtêm empréstimos no exterior que são repassados internamente. Resoluções e Circulares, sem nenhuma indicação em contrário, referem-se às do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil, respectivamente.

⁴² Não se faz uma análise mais detalhada da evolução da correção cambial nesta dissertação, pois ampliar-se-ia demasiadamente o objeto deste texto.

⁴³ Instituídas pelo Decreto-Lei nº 1.079, de 29/01/70.

indexado predominasse no sistema. A indexação concentrava-se no SFH e nas ORTNs.

Entretanto o crescimento da inflação, acompanhado de uma redução no grau de confiança nas suas previsões, fez com que o período seguinte (1974-1979) fosse de grande expansão da indexação no país. A demanda por ativos indexados apresentou forte incremento, trazendo alguns problemas para o sistema financeiro. Esse deparou-se com um excesso de fundos no "setor" indexado e uma escassez no "setor" não-indexado. Essa situação levou à edição de uma série de medidas governamentais, procurando estimular as aplicações pré-fixadas e desestimular as indexadas, até então objeto de vários incentivos. As instituições financeiras responderam ao crescimento da inflação principalmente por meio do encurtamento dos prazos da sua captação, reduzindo com isso a incerteza inflacionária dos credores do sistema. É nesse período que se desenvolvem, de forma acentuada, as chamadas cartas de recompra, garantindo aos aplicadores prazos mais curtos que os vencimentos mínimos estipulados para os diferentes papéis. O mercado aberto também apresentou intenso desenvolvimento, garantindo a liquidez dos principais títulos transacionados no mercado. É dessa fase ainda o início da responsabilização da indexação pela realimentação inflacionária. Com essa justificativa, a correção monetária tornou-se objeto da ação discricionária governamental, situando-se abaixo da taxa de inflação.

A adesão do sistema financeiro privado à indexação ocorreu no período posterior (1979-1985). A forte elevação da inflação nesses

anos obrigou à emissão de títulos privados também pós-fixados. Por outro lado, o processo de estreitamento dos prazos contratuais aprofundou-se, desenvolvendo-se a chamada "quase-moeda", aplicações de curtíssimo prazo no sistema financeiro. Fundamental para o desenvolvimento desses haveres foi a possibilidade de lastreá-los em títulos públicos de alta liquidez e a garantia de atuação do Banco Central mediante a chamada "zeragem automática".

O sistema de indexação sofreu o mais profundo choque até então com a pré-fixação das correções monetária e cambial em 1980. Outras investidas sobre a correção monetária acabaram tendo vida curta, obrigando a um compromisso de seu atrelamento aos índices de inflação. O sistema de minidesvalorizações cambiais foi atingido de forma drástica pelas maxidesvalorizações de dezembro de 1979 e de fevereiro de 1983.

A segunda metade dos anos 80 assistiu à sucessão de investidas dos planos antiinflacionários baseados no congelamento de preços e na tentativa de desindexação da economia. A resistência dos mecanismos de indexação tornou-se clara, demonstrando o que Frenkel denominou de "inércia institucional" dos regimes de alta inflação. Mais do que isso, passado o momento inicial de queda abrupta da inflação, a volta do crescimento dos preços com maior virulência ainda, aliado agora à incerteza gerada pela possibilidade de choques econômicos, acentuou os mecanismos indexatórios e tornou, no limite, absoluta a preferência pela liquidez. As quase-moedas generalizaram-se pela economia, tornando-se acessível às pessoas que participavam do sistema bancário. A atuação do Banco

Central teve de se basear em instrumentos mais adequados para a garantia de todo o sistema das quase-moedas, como a criação das Letras do Banco Central (LBC), sucedidas pelas Letras Financeiras do Tesouro (LFT).

A concentração dos ativos no curtíssimo prazo, no contexto de forte fragilização financeira do setor público e de perigo hiperinflacionário, tornou-se insustentável. O desfecho foi o bloqueio dos ativos financeiros promovido pelo Plano Collor I em março de 1990, quando compulsoriamente alongou-se o prazo da maior parcela dos saldos dos haveres financeiros.

2.2.2. As instituições financeiras

Até o final dos anos 70, era bastante clara a segmentação do sistema financeiro do ponto de vista do perfil dos contratos, se indexados ou não. Além do sistema BNDE, o único segmento que trabalhava com contratos possuidores de cláusula de correção monetária era representado pelo Sistema Financeiro da Habitação, do qual participavam, além das entidades oficiais - Banco Nacional da Habitação (BNH) e Caixas Econômicas - , as instituições privadas das Sociedades de Crédito Imobiliário (SCI) e das Associações de Poupança e Empréstimo (APE).⁴⁴ As ORTNs, apesar de serem um importante papel no mercado financeiro, não chegaram, nesse período, a formar um circuito indexado relevante envolvendo público-instituição financeira-Estado. A maior parte das compras efetuadas pelas instituições financeiras era como alternativa ao recolhimento compulsório em moeda. Assim, nesse caso, as ORTNs não eram utilizadas

⁴⁴ O Sistema Financeiro da Habitação, criado pela Lei nº 4.380, de 21/08/64, é analisado na última seção do presente capítulo.

como forma de casamento com uma possível captação indexada.⁴⁵ O financiamento desses papéis provinha dos depósitos à vista. Portanto, era uma operação sem risco e de alta lucratividade.

A resistência das instituições financeiras - exclusive as participantes do SFH⁴⁶ - em assumir um passivo indexado foi bastante evidente, fazendo com que as primeiras emissões importantes de títulos privados pós-fixados - fora do SFH - somente ocorressem no final da década de 70, a partir de um novo crescimento do patamar inflacionário. Até então, as entidades conseguiram articular-se com o padrão de expansão da economia brasileira, alargando suas operações de captação e aplicação, sem necessitar do emprego de instrumentos com correção monetária. A forma de inserção dessas instituições não exigia a formação de contratos indexados.

Até o ano de 1973, as baixas e declinantes taxas de inflação (Gráfico 1), que podiam ser previstas com razoável grau de confiança, tornavam bastante reduzida a taxa de incerteza sobre o rendimento dos papéis pré-fixados. Conseqüentemente, inexistia um diferencial de rendimento implícito em favor dos ativos indexados. Tanto é verdade, que o governo definiu um conjunto de incentivos para aplicações em haveres com correção monetária.⁴⁷ Do aumento real do total dos haveres financeiros não-monetários ocorrido entre dezembro de 1966 e dezembro de 1973, os não-indexados - letras de câmbio, depósitos a prazo fixo e Letras do Tesouro Nacional -

⁴⁵ No caso das compras efetuadas pelo BNH, entretanto, as ORTNs funcionavam claramente como forma de casar ativos e passivos. Mas, nesse caso, a captação se dá pelos instrumentos previstos no SFH.

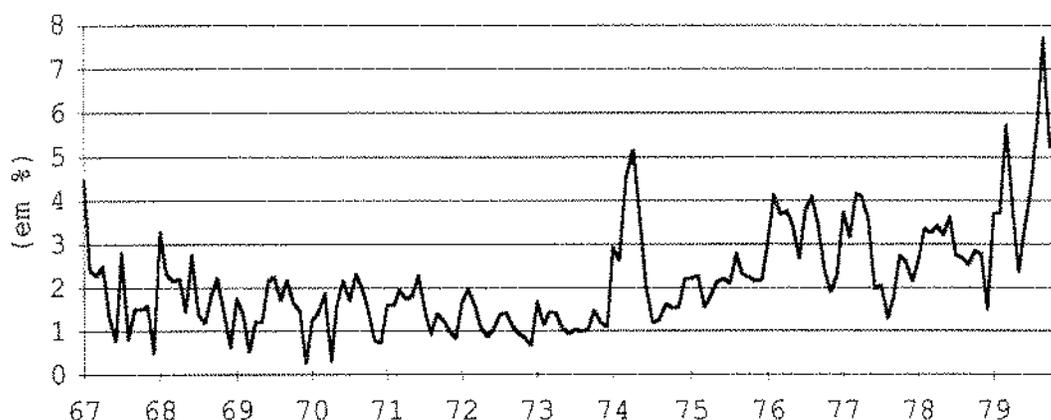
⁴⁶ Neste item, quando se mencionam instituições financeiras, está se referindo às que não participam do SFH e do sistema BNDE.

⁴⁷ Os incentivos eram os mais variados, envolvendo vantagens tributárias e garantia governamental até certo valor de aplicação.

contribuíram com 65,6% (Tabela 1).⁴⁸ Se forem descontadas as ORTNs adquiridas como alternativa ao recolhimento compulsório em moeda, essa participação sobe para 70,6%. Por conseguinte, inexistiam problemas do ponto de vista de captação junto ao público.

GRÁFICO 1

TAXA MENSAL DE INFLAÇÃO (IGP-DI) - JAN./1967-
DEZ./1979



FONTE: FGV.

Do lado da aplicação, as instituições financeiras conseguiam expandir de forma intensa seu crédito sem recorrer a mecanismos indexatórios. Obviamente, isso apenas era possível porque elas se dedicavam basicamente ao crédito de curto e médio prazos. Dentro das condições inflacionárias da época, eram realizadas operações de até 36 meses a taxas de juros pré-fixadas. Além disso, como essas operações eram de crédito ao consumidor e de financiamento

⁴⁸ Nesta dissertação, os valores referentes aos haveres financeiros sempre excluem os títulos públicos federais em poder do Banco Central.

de capital de giro, encontravam uma forte demanda por parte dos agentes não-financeiros no período.

TABELA 1

PARTICIPAÇÃO, POR GRUPO, NO CRESCIMENTO REAL
DO TOTAL DOS HAVERES FINANCEIROS NÃO-MONETÁRIOS - 1967-1978

(em %)

| Período | Haveres não-indexados | Haveres indexados |
|-----------|--------------------------|----------------------|
| 1967 | 56,1 | 43,9 |
| 1968 | 74,7 | 25,3 |
| 1969 | 29,5 | 70,5 |
| 1970 | 43,5 | 56,5 |
| 1971 | 82,4 | 17,6 |
| 1972 | 68,4 | 31,6 |
| 1973 | 69,9 | 30,1 |
| 1974 | -120,5 | 220,5 |
| 1975 | 27,2 | 72,8 |
| 1976 | 30,4 | 69,6 |
| 1977 | 78,0 | 22,0 |
| 1978 | 56,3 | 43,7 |
| 1967-1973 | 65,6 | 34,4 |
| 1974-1978 | 33,7 | 66,3 |
| 1974-1976 | 11,8 | 88,2 |
| 1977-1978 | 63,8 | 36,2 |

FONTE DOS DADOS BRUTOS: Bol. BACEN (1980). v.16, n.9, set.

Rel. BACEN (1977, 1980).

- NOTAS: 1. Excluíram-se os títulos públicos em poder do BACEN.
2. Haveres não-indexados: DPF, LC, LTN, parcela tit. estaduais.
3. Haveres indexados: dep.poup., LI, ORTN, parcela tit. est. e mun.
4. Deflador: IGP-DI.
5. Saldos em final de período.

A única forma de articulação no financiamento de longo prazo era representada pelos repasses das agências governamentais ou

ainda, em alguma medida, pelo repasse dos recursos externos. Os primeiros não implicavam nenhum risco de taxas para a instituição privada, que se beneficiava de generosos *spreads*. A assunção de débito externo, por sua vez, embora representasse a formação de um passivo pós-fixado, possuía determinadas características que reduziam as dificuldades na formação de um circuito indexado. Em primeiro lugar, como os créditos repassados eram também corrigidos pelo valor da moeda norte-americana, as entidades asseguravam um perfeito casamento entre o passivo e o ativo. Em segundo lugar, recursos captados, mas momentaneamente não repassados, tinham garantidos a variação cambial (mais um *plus*) mediante os depósitos no Banco Central definidos pela Circular nº 230.⁴⁹ Além disso, embora o valor das obrigações dependesse de uma taxa de câmbio discricionariamente definida pelo governo, a atuação desse por meio da política das minidesvalorizações cambiais e a situação relativamente folgada no balanço de pagamentos afastavam expectativas de variações abruptas. Na verdade, o custo do empréstimo externo era bastante atrativo *vis-à-vis* o interno. Até 1978, a variação da taxa de câmbio situou-se sistematicamente abaixo tanto da taxa de inflação como da correção monetária (Tabela 2). Com isso, as instituições financeiras encontravam uma demanda importante para esses recursos e em condições favoráveis para o devedor, reduzindo assim o risco de *default*. Por fim, esses recursos, na verdade, eram repassados a prazos menores do que o captado, confirmando a "vocação" de crédito de curto e médio termos dessas entidades.

⁴⁹ De 29/08/74. Tornou possível que valores oriundos do exterior, não repassados internamente, fossem depositados no Banco Central, que assumia o ônus da variação cambial, além de juros e do imposto de renda sobre os juros.

TABELA 2

VARIAÇÃO ANUAL DA TAXA DE CÂMBIO - 1969-1979

(em %)

| Período | Variação nominal | Variação real | |
|---------|---------------------|--------------------|------------------|
| | | Deflator IGP-DI | Deflator ORTN |
| 1969 | 13,6 | -4,8 | -4,1 |
| 1970 | 13,8 | -4,6 | -4,9 |
| 1971 | 13,8 | -4,8 | -7,2 |
| 1972 | 10,3 | -4,7 | -4,3 |
| 1973 | 0,1 | -13,4 | -11,3 |
| 1974 | 19,5 | -11,2 | -10,4 |
| 1975 | 22,0 | -5,7 | -1,8 |
| 1976 | 36,1 | -6,9 | -0,8 |
| 1977 | 30,0 | -6,4 | -0,1 |
| 1978 | 30,3 | -7,4 | -4,4 |
| 1979 | 103,3 | 14,7 | 38,1 |

FONTE DOS DADOS BRUTOS: Bol. BACEN (1993). v.29, n.10, out.

NOTA: Taxa de câmbio de venda do dólar norte-americano.

A resistência das instituições financeiras em trabalhar com a indexação tornou-se clara logo no início das reformas de meados dos anos 60, contrariando as expectativas do governo. Esse considerava que as taxas de juros pré-fixadas dos títulos - via deságios - tendiam a ser importante fator de resistência à diminuição da taxa de inflação. Isso porque essas taxas refletiam uma antecipação da taxa de inflação futura e os valores antecipados teriam certa resistência à queda num momento em que a política econômica vislumbrava a redução da variação dos preços. O governo então in-

tencionava substituir o esquema de deságio pela indexação.⁵⁰ A introdução da indexação, por conseguinte, assumia aqui um outro objetivo: evitar que as taxas de juros pré-fixadas fossem foco de rigidez inflacionária.⁵¹ Com esse objetivo adicional, a indexação não era mais concebida exclusivamente para viabilizar contratos que não conseguiam se desenvolver em condições inflacionárias. A intenção era também introduzi-la em contratos cujo desenvolvimento, em princípio, prescindia desse mecanismo.

Em 1964, os dois títulos em que se previa indexação eram as ORTNs e as letras imobiliárias. No ano seguinte, a lei do mercado de capitais⁵² permitiu e estimulou o uso da indexação numa série de papéis: letras de câmbio, debêntures, depósitos a prazo e certificados de depósito, procurando abolir gradualmente o sistema de deságio.

Todavia surgia o problema do casamento das estruturas dos ativos e dos passivos dos agentes financeiros e não-financeiros, como salientado na época:

"As maiores dificuldades práticas associadas a operações de crédito com correção monetária - particularmente às de prazo relativamente curto - relacionam-se com a incerteza criada pelo sistema. As letras de câmbio geralmente financiam efeitos

⁵⁰ Nas palavras de Octavio de Bulhões, então Ministro da Fazenda: "Seria necessário que durante vários meses os preços se mantivessem estáveis para que o 'ágio' viesse a nivelar-se à taxa nominal de juros. Todavia não podemos esperar essa fase experimental. É impossível alcançar-se a estabilidade dos preços enquanto a taxa de juros se mantiver em nível alto, por força da falsa expectativa de alta, consubstanciada no deságio" (Bulhões *apud* Almeida, 1984, p.21). Para essa questão, ver também Conj. Econ. (1966, p.9-12).

⁵¹ Portanto, ao contrário do que ocorreu a partir da década de 70, quando a correção monetária é que foi acusada de ser realimentadora da inflação.

⁵² Lei nº 4.728, de 14/07/65.

comerciais (ex.: duplicatas) que não contêm qualquer cláusula de reajustamento. O sistema recomendado pela Lei nº 4728 criaria, pois, um risco adicional para o mutuário, que contrairia um empréstimo reajustável para resgatá-lo com recebimentos sem correção monetária" (Conj. Econ., 1966, p.10).

Procurando solucionar tais problemas, o Conselho Monetário Nacional editou a Res. nº 21 em 15/03/66. Criava-se um mecanismo pelo qual as financeiras colocariam ORTNs junto ao público - auferindo uma determinada comissão -, e os recursos assim captados seriam repassados pelo Banco Central às financeiras com taxas de juros pré-fixadas. Os créditos dessas entidades seriam também a taxas pré-fixadas, num valor superior às cobradas pelo Banco Central. Portanto, criava-se um sistema baseado em captação pós-fixada para concessão de crédito não-indexado, cuja diferença de correção seria ônus do Banco Central. Esse sistema foi extinto no mesmo ano,⁵³ pois gerou um forte movimento especulativo com moeda estrangeira e títulos públicos.⁵⁴

O governo acabou recuando na tentativa de ampliar o uso da indexação no sistema financeiro⁵⁵ e, com isso, permitiu prazos mais curtos para os diversos haveres financeiros. A correção monetária era reservada aos títulos com prazo igual ou superior a um ano (no caso dos certificados de depósito, superior a 18 meses). Porém:

⁵³ Res. nº 32, de 30/07/66, e Res nº 45, de 30/12/66. Essa última instituiu o crédito direto ao consumidor. Anteriormente, o governo tentara sem sucesso, mediante a Res. nº 28, de 30/06/66, estabelecer um limite máximo de correção que prevaleceria nas letras de câmbio e nos contratos de aceite (Almeida, 1984, p.44-45).

⁵⁴ Ver Almeida (1984, p.44) e Econ. Bras. e suas Perspect. (1967, p.34).

⁵⁵ "In the monetary and short-term financial systems, index-linking never stood a chance of being adopted. After some half-hearted attempts in 1965 and 1966 to persuade commercial banks and finance companies to use index-linking, the government allowed them to use ex ante index-linking" (Baer, Beckerman, 1980, p.685).

"A insistência do mercado em operar a prazos mais curtos, e o virtual afastamento dos bancos comerciais dos descontos a mais de 120 dias, obrigou o Governo a reduzir o prazo mínimo da correção para seis meses. Também a prática consagrou, na maioria das operações de 6 a 24 meses, a correção prefixada, ao invés da verificada a posteriori, desejada pelo Governo" (Simonsen, 1975, p.135).

A partir daí, formou-se a divisão entre os papéis com "correção monetária a priori" - na verdade, títulos não-indexados - e os detentores de "correção monetária a posteriori", isto é, indexados. Essa divisão também se manifestou na estrutura do sistema financeiro. Os títulos privados não-indexados eram constituídos pelos depósitos a prazo fixo e pelas letras de câmbio. Os primeiros, emitidos pelos bancos comerciais, de investimento e de desenvolvimento. Os segundos eram de emissão das financeiras e também, por certo período, dos bancos de investimento. Os haveres privados indexados eram representados pelos depósitos de poupança e pelas letras imobiliárias, ambos emitidos exclusivamente pelas entidades participantes do SFH.

O segundo momento que tornou clara a resistência à indexação apareceu em 1974, como salienta Silva (1979). O crescimento da inflação e a formação de alguma incerteza inflacionária aumentaram a taxa de incerteza do rendimento real das aplicações não-indexadas. Tal fato, aliado aos limites legais impostos às taxas de juros, à defasagem existente em qualquer processo de ajuste em virtude da diferença de prazo das estruturas do ativo e do passivo e à forma como é ofertada parcela dos ativos indexados - rendimento não passível de negociação -, levou a um forte crescimento da preferência por haveres indexados. Entre dezembro de 1973 e dezembro

de 1976, as aplicações indexadas contribuíram com 88,2% do aumento real do total de haveres financeiros não-monetários. A taxa de crescimento dos haveres pós-fixados foi significativamente superior à dos pré-fixados (Tabela 3). O governo teve de adotar uma série de medidas reduzindo a atratividade dos ativos com correção monetária, impondo algumas limitações legais - como a proibição de novos depósitos em poupança de pessoas jurídicas - e permitindo um aumento das taxas das aplicações pré-fixadas. De sua parte, as instituições privadas não realizaram nenhuma forma de ajuste por meio de emissão de obrigações pós-fixadas.⁵⁶ O governo inclusive teve de recuar em algumas medidas que obrigavam ao uso da indexação.⁵⁷

O ajuste principal processou-se por intermédio do encurtamento no prazo das aplicações no sistema, reduzindo assim a taxa de incerteza do rendimento real desses papéis. Dessa forma, as instituições garantiam ainda o oferecimento de crédito a taxas pré-fixadas. Essa resistência ganhou uma sobrevida com determinada

⁵⁶ "Não houve (...) recebimento de depósitos com correção monetária 'a posteriori', uma vez que, a exemplo do ocorrido com as letras de câmbio, o mercado não reagiu favoravelmente àquele sistema" (Rel. BACEN, 1976, p.94).

⁵⁷ Em 1974, o crédito ao consumidor de mais de 24 meses deveria possuir correção monetária, pelo menos a partir da 25ª prestação (Res. nº 304, de 24/10/74), e as letras com esse prazo deveriam ser indexadas (Res. nº 286, de 03/05/74). Esse sistema "simplesmente não foi aceito pelas financeiras, apesar dos esforços das autoridades monetárias" (Conj. Econ., 1975, p.35). No ano seguinte, permitiu-se prazo de até 36 meses a taxas pré-fixadas para financiamento de compra de máquinas e equipamentos novos de produção nacional ou de veículos fabricados no país. Da mesma forma, as letras de câmbio correspondentes, com prazo de até 36 meses, também seriam pré-fixadas (Res. nº 322, de 15/04/75, e Res. nº 324, de 30/05/75). Esse retorno à pré-fixação levou a um crescimento dos empréstimos no segundo quadrimestre de 1975, "evidenciando a reação de um segmento do mercado de tomadores de crédito, habituado a contrair dívidas num regime de correção monetária prefixada" (Rel. BACEN, 1976, p.117-118).

TABELA 3

TAXA DE CRESCIMENTO REAL, POR GRUPO, DOS HAVERES
FINANCEIROS NÃO-MONETÁRIOS - 1967-1978

(em %)

| Período | Haveres não-indexados | Haveres indexados |
|---------|--------------------------|----------------------|
| 1967 | 86,4 | 57,5 |
| 1968 | 68,9 | 23,5 |
| 1969 | 14,6 | 51,7 |
| 1970 | 32,0 | 46,5 |
| 1971 | 65,4 | 14,1 |
| 1972 | 50,6 | 34,2 |
| 1973 | 37,8 | 26,6 |
| 1974 | -8,8 | 28,7 |
| 1975 | 12,3 | 41,6 |
| 1976 | 5,3 | 12,2 |
| 1977 | 12,1 | 3,2 |
| 1978 | 14,7 | 11,7 |

FONTE DOS DADOS BRUTOS: A mesma da Tabela 1.

NOTAS: As mesmas da Tabela 1.

alteração no quadro macroeconômico em 1977 e 1978. Nesses anos, a taxa de inflação interrompeu sua trajetória de crescimento, reduzindo a incerteza inflacionária. Esse contexto, aliado às alterações promovidas na fórmula da correção monetária - que levavam a uma variação inferior à taxa de inflação - e à liberação das taxas de juros, permitiu que os haveres não-indexados abocanhassem 63,8% do total do aumento real dos haveres financeiros não-monetários⁵⁸ entre dezembro de 1976 e dezembro de 1978.⁵⁹ Do ponto de vista da

⁵⁸ Inexistem dados desagregados para os DPFs e LCs quanto à utilização ou não de indexação. Assumiu-se, porém, que a totalidade desses títulos até 1978 detivesse rendimento pré-fixado. Tal hipótese não causa nenhuma distorção significativa nos dados, pois até então os não-indexados dominavam amplamente entre esses papéis.

⁵⁹ Nesses anos e no início de 1979, o governo chegou a adotar medidas incentivando as aplicações indexadas, como estímulos a aplicações em de-

captação, a outra forma de ajuste foi a intensificação dos repasses de recursos internos e externos, aumentando o peso desses no passivo dos bancos.⁶⁰

Entretanto o crescimento da taxa de inflação em 1979 imporia a necessidade do oferecimento de aplicações com cláusulas indexatórias. Os depósitos a prazo fixo indexados ganharam alguma força nesse ano, aprofundando-se nos anos 80.⁶¹ Isso deixa claro que existem custos de introdução da indexação e que esses somente são superados pelos custos de não utilizá-la a partir de certas condições relacionadas basicamente com a taxa e incerteza inflacionárias. Ambas chegam a tal ponto que produzem uma determinada taxa de incerteza nos haveres que exige das instituições financeiras um forte ajuste no perfil de sua captação. Caso contrário, outros ativos, como haveres estrangeiros, surgem como fortes concorrentes no direcionamento da riqueza financeira.

Porém a expansão da indexação nos contratos privados, nos primeiros anos, foi favorecida também por outros fatores. No final de 1979, a aplicação de um redutor sobre as taxas de juros das operações ativas das financeiras e dos bancos comerciais e de in-

pósitos de poupança e a reaplicações em ORTN, o aumento das taxas de juros das ORTNs - de 4% para 6% no caso das de dois anos e de 6% para 8% no caso das de cinco anos - e a ampliação do prazo mínimo dos depósitos a prazo fixo e das letras de câmbio.

⁶⁰ No passivo dos bancos comerciais, exclusive Banco do Brasil, a participação dos repasses internos foi crescente - 6,5%, 11,0% e 17,0% em 1971, 1974 e 1979, respectivamente - da mesma forma que a dos repasses externos - 7,7%, 7,6% e 18,4% para os anos referidos, alcançando 37,0% em 1984 (Teixeira, 1985, p.79). Movimento semelhante aconteceu com o passivo dos bancos de investimento (Teixeira, 1985, p.87).

⁶¹ "A acentuada expansão dos depósitos a prazo no mês de outubro [de 1979] (6,8%) pode ser atribuída à **nova modalidade de captação** utilizada pelas instituições financeiras, pagando juros de até 12% ao ano [reduzidos depois para 9% a.a.] mais a correção monetária pós-fixada ..." (Conj. Econ., 1980, p.87 - grifos acrescentados).

vestimento estimulou a captação indexada (Rel. BACEN, 1980, p.64). Durante o ano seguinte, praticamente perdeu sentido a diferenciação entre aplicações pós e pré-fixadas em virtude da pré-fixação dos valores da correção monetária. Posteriormente, entre agosto de 1982 e janeiro de 1984, todos os depósitos a prazo fixo deveriam possuir correção monetária.⁶² Paralelamente, as operações ativas de crédito dos bancos comerciais, de investimento e de desenvolvimento, quando com recursos internos e prazo igual ou superior a seis meses, deveriam ser pós-fixadas.⁶³

Por outro lado, no final dos anos 70 e início do decênio seguinte, os créditos indexados à ORTN passaram a receber alguma demanda à medida que as empresas não-financeiras procuravam evitar o endividamento externo em virtude das dificuldades formadas no balanço de pagamentos, os quais deram origem a importante risco cambial. E, a partir da ruptura do financiamento externo em 1982, o país percorreu os anos 80 sem receber créditos externos voluntários. Portanto, o crédito indexado à ORTN concedido pelas instituições financeiras, em alguma medida, significou a substituição do endividamento em dólar. Desse modo, acomodava-se o crescimento da demanda por haveres indexados.

Entretanto o amplo domínio da indexação durante a década de 80, acompanhando o intenso crescimento da taxa de inflação (Gráfico 2), teve nos títulos públicos seu destaque principal. De

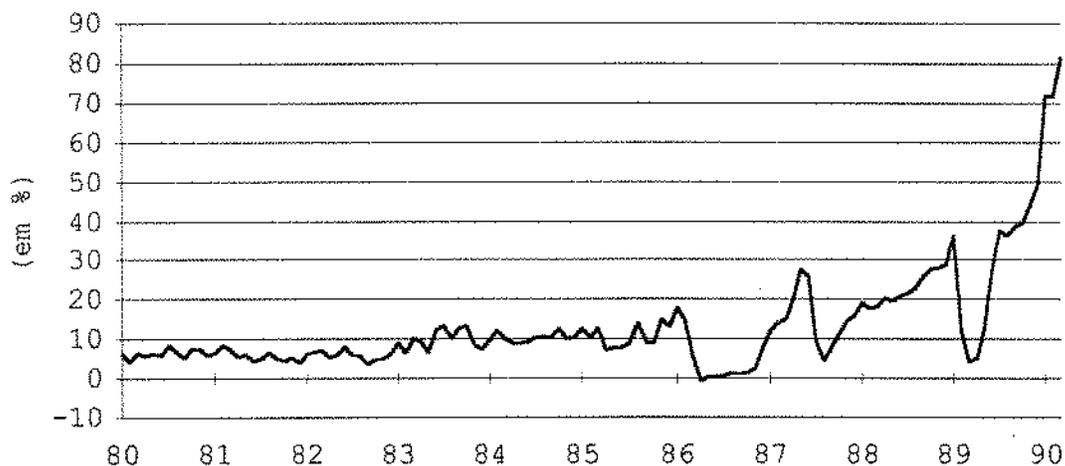
⁶² Res. nº 752, de 12/08/82, revogada pela Res. nº 894, de 13/01/84.

⁶³ Res. nº 753, de 12/08/82, revogada pela Res. nº 912, de 05/04/84. O objetivo dessas medidas era atenuar as expectativas inflacionárias "na medida em que se pretendia induzir os agentes do mercado de crédito a não antecipar a inflação futura em suas operações" (Furtado, 1983, p.83).

um lado, a dívida pública mobiliária, já no início do decênio, compunha-se predominantemente de papéis indexados - tanto à correção monetária como à taxa de câmbio. De outro lado, essa dívida ampliou sua participação entre os haveres financeiros não-monetários. Todavia, associada a essa expansão da indexação, está a principal forma de ajuste das instituições financeiras na década de 80: o desenvolvimento das quase-moedas.

GRÁFICO 2

TAXA MENSAL DE INFLAÇÃO (IGP-DI) - JAN./1980-
MAR./1990



FONTE: FGV.

Na verdade, formaram-se dois sistemas de indexação. Um deles, formal, baseado na variação da ORTN, que corrigia, além dos depósitos de poupança, os valores de parcela dos DPFs e dos créditos das instituições financeiras. Entretanto, ao longo da década de 80, o prazo mínimo dos DPFs reduziu-se, e, de outro lado, os empréstimos ao setor privado também diminuíram, da mesma forma que

decreceu o passivo de longo prazo das empresas não-financeiras. Logo, o circuito indexado privado somente se estabeleceu em papéis de curto ou médio prazo.

O outro sistema de indexação - informal - era baseado nas taxas de financiamento *overnight* dos títulos públicos federais. Na primeira metade dos anos 80, o financiamento da dívida mobiliária federal no *overnight* crescentemente ganhou relevância na atividade das instituições financeiras. Portanto, a adesão dessas entidades ao sistema indexatório não foi para garantir operações de longo prazo. Pelo contrário, a principal forma de inserção ocorreu de forma bastante peculiar, isto é, no desenvolvimento de aplicações de curtíssimo prazo, processo que se aprofundou na segunda metade da década.⁶⁴ Nesse sentido, a indexação, para essas instituições, nasceu totalmente "desvirtuada". A quase-moeda é filha bastarda da indexação. O papel dessa última não é mais assegurar contratos com prazos relativamente longos. A função principal passa a ser garantir, do ponto de vista da oferta das obrigações, a rolagem e a expansão da dívida mobiliária governamental e, do ângulo dos ativos, o desenvolvimento das quase-moedas.

Portanto, o ajuste das instituições financeiras não caminhou unicamente no sentido do oferecimento de instrumentos pós-fixados. Na verdade, a introdução dos contratos indexados nessas unidades processou-se num momento em que se aprofundou o encurtamento dos prazos contratuais. Nesse sentido, a adesão das instituições financeiras à indexação foi tardia. Ela apenas ocorreu quando as

⁶⁴ O desenvolvimento das quase-moedas é melhor explorado nos capítulos seguintes. Ver também Barros (1993), Belluzzo, Almeida (1990) e Régo (1991).

taxas de inflação e a própria instabilidade alcançaram um nível no qual se acentuou a preferência pela liquidez. Na verdade, aqui transparece uma das contradições básicas da indexação. Taxas de inflação moderadas possibilitam ainda o desenvolvimento de operações de médio prazo a taxas pré-fixadas. Taxas de inflação elevadas, porém, se não permitem mais tais operações não-indexadas, por outro lado, são acompanhadas por um crescimento do nível de incerteza na própria economia que aumenta a preferência pela liquidez. Dessa forma, o mesmo contexto que faz com que a indexação predomine no sistema também faz com que o encurtamento dos prazos seja algo inevitável. A expansão da indexação ocorre conjuntamente ao estreitamento dos prazos contratuais. São partes do mesmo processo.

2.2.3. As empresas não-financeiras

A relutância das empresas não-financeiras em assumir um passivo indexado foi evidente, como é ressaltado por uma série de autores.⁶⁵ Basta verificar a pouca abrangência de créditos indexados assumidos por essas unidades, pelo menos até o final dos anos 70. Em alguns momentos, essa resistência foi bastante manifesta, como no caso referido da experiência com as letras de câmbio pós-fixadas em 1967, época em podiam ser utilizadas para financiar capital de giro (Ness, 1977, p.110). Os créditos estatais

⁶⁵ Silva (1979), Ness (1977), Baer, Beckerman (1980), Costa (1988), Almeida et al. (1988). A resistência dos consumidores a débitos indexados também teve manifestação. Segundo o Rel. BACEN (1975, p.92), um dos motivos do menor crescimento das operações com letras de câmbio em 1974 foi a inibição dos mutuários com as novas normas do crédito ao consumidor, que obrigavam a utilização da correção monetária nas operações com prazo superior a 24 meses, pelo menos a partir da 25ª prestação.

vinculados à correção monetária também recebiam as queixas do setor privado. As primeiras emissões, pelo setor privado, de debêntures corrigidas monetariamente somente ocorreram em 1979-1980 (Zini, 1982, p.241).⁶⁶ E tais emissões verificaram-se em contexto de retração da tomada de crédito externo. Nesse sentido, essa dívida indexada à ORTN substituiu a atrelada ao dólar.

Até o final da década de 70, as obrigações indexadas assumidas pelas empresas eram basicamente de duas ordens. A primeira era representada pelo crédito externo. Mas esse tipo de passivo possuía características bem próprias que reduziam sobremaneira os riscos existentes na assunção de dívidas cujo valor monetário somente é conhecido *a posteriori*. Embora ainda permanecesse a incerteza sobre o valor monetário dos pagamentos, existia um elevado grau de confiança de que a variação da taxa de câmbio se situaria abaixo da taxa de inflação. Com isso, mesmo que a variação de preços de uma firma fosse inferior à taxa de inflação, ainda assim haveria a possibilidade de ter sido superior ao crescimento da taxa de câmbio. Esse grau de confiança, que formava a convenção sobre o comportamento da taxa de câmbio, era proporcionado, como visto, pela política das minidesvalorizações cambiais e pelas condições razoavelmente favoráveis do balanço de pagamentos. Além disso, a possibilidade proporcionada pelo Banco Central de as empresas endividadas externamente realizarem depósitos remunerados em moeda estrangeira⁶⁷ - no valor máximo do valor devido - era uma forma de hedge que reduzia os riscos dessas unidades.

⁶⁶ O pouco desenvolvimento das debêntures tem também outras razões que não são analisadas aqui.

⁶⁷ Res. n^o 432, de 23/06/77.

O outro tipo de obrigação indexada era representado por parcela dos créditos de longo prazo concedidos pelas agências estatais. Mas exatamente aqui surge outra manifestação das dificuldades associadas às obrigações indexadas. Com o crescimento da inflação em 1974, aumentava a incerteza sobre o valor monetário dos pagamentos e sobre a capacidade de pagamento. O governo então editou algumas medidas importantes sobre a indexação de créditos que significavam, na verdade, o desvirtuamento da própria indexação. Parcela dos créditos das instituições financeiras federais, inclusive repasses, concedidos a partir de 1975 passaram a ter um limite máximo de correção monetária de 20% ao ano.⁶⁸ O que excedesse esse valor, estipulou-se inicialmente que seria objeto de refinanciamento, mas depois se permitiu que fosse abatido do imposto de renda ou que passasse a ser um crédito para pagamento das prestações devidas.⁶⁹ Esses créditos, por conseguinte, não preenchiam o "pré-requisito" teórico da indexação da manutenção do valor real do contrato. Era uma indexação bastante *sui generis*, assumindo características de pré-fixação. Esse mecanismo significou a transferência de recursos fiscais aos devedores, isto é, o crédito de longo prazo indexado desenvolveu-se acompanhado de importantes transferências de renda.

Além de deterem uma elevada capacidade de autofinanciamento (Cruz, 1993), as empresas eram atendidas, nas suas necessidades de capital de giro e de financiamento da venda de bens de consumo

⁶⁸ "... a correção monetária anual de certas operações contratadas entre 1975 e 1978 está limitada a 20% ao ano; outras, contratadas em 1979, têm o benefício limitado a 70% da variação das ORTNs ..." (Rel. ativ. sistema BNDE 1980, s.d., p.48).

⁶⁹ Para maiores detalhes, ver Conj. Econ. (1976c) e Rel. BACEN (1976, p.89-90).

duráveis, por meio dos créditos de curto e médio prazos com taxas de juros pré-fixadas. Como o sistema financeiro conseguia ter um bom nível de captação por intermédio de papéis não-indexados, os créditos correspondentes eram do mesmo perfil.

Portanto, o crédito não-indexado, o externo e os recursos próprios asseguravam a maior parte das necessidades de financiamento dos anos 60 e 70.⁷⁰ Dessa forma, a resistência à assunção de dívida indexada ou não necessitava ser quebrada - na medida em que encontrava canais de financiamento não-indexados -, ou era contornada por meio de mecanismos de *hedge* ou de desvirtuamento do sistema indexatório.

Assim, se inexistiam problemas para a satisfação das necessidades de financiamento das empresas não-financeiras, não se impunha a necessidade do oferecimento de crédito de longo prazo pelas instituições financeiras. Dessa forma, as dificuldades na formação do circuito indexado não significavam restrições à expansão dessas últimas unidades. Não se aprofunda aqui a análise dos motivos da não formação de um sistema financeiro privado ofertante de crédito de longo prazo. De qualquer forma, pode-se dizer que, além das dificuldades apontadas na formação desse circuito - necessariamente indexado -, as instituições privadas conseguiam articular-se com a expansão econômica sem necessitar exercer esse papel em virtude da própria natureza do padrão de acumulação. Como des-

⁷⁰ As empresas privadas que lideraram o crescimento industrial dos anos 50 ao final da década de 70 "contaram com duas fontes básicas para expansão de suas inversões, a saber, o autofinanciamento e o acesso a capitais do exterior" (Cruz, 1993, p.7). Por sua vez, as empresas estatais, durante o "milagre econômico", conseguiram elevados níveis de autofinanciamento e, durante o II PND, tiveram, nos recursos externos, a sua principal fonte de financiamento (Cruz, 1993, p.1-15).

taca Cruz (1993, p.16-19), as formas de financiamento prescindiam do mercado de capitais doméstico, pois estavam assentadas no autofinanciamento e nos recursos do exterior. Esses últimos foram reforçados pelas alterações nas condições internacionais de liquidez e pelas políticas internas de estímulo a esse endividamento. Portanto:

"A manifesta autonomia financeira das grandes empresas industriais privadas foi um dos principais responsáveis pela inibição do desenvolvimento do mercado acionário e de linhas privadas de crédito de longo prazo" (Cruz, 1993, p.25).

Além disso, as empresas nacionais contavam com os recursos públicos subsidiados, principalmente na segunda metade dos anos 70. Na verdade, transparece mais uma faceta importante do sistema de crédito brasileiro. A preferência por dívidas não-indexadas decorria também do fato de que, freqüentemente, as taxas de juros definidas eram claramente inferiores à taxa de inflação prevista ou efetiva. Por conseguinte, não somente o valor monetário do fluxo de pagamentos era conhecido *a priori*, mas era conhecido que seu valor seria inferior a qualquer valor corrigido monetariamente.⁷¹ Sob certo aspecto, também se poderia incluir aqui os créditos externos, pois claramente apresentavam uma correção abaixo da taxa de inflação. O valor monetário era desconhecido, mas era conhecido que ele "certamente" aumentaria menos do que a variação de preços.

⁷¹ Sobre as alterações na correção monetária em 1976, levando à sua subcorreção, a Conjuntura Econômica afirma: "Talvez os bancos de investimento fiquem mais animados em captar recursos com correção **a posteriori**, se bem que, para a maior parte das empresas, o custo seja ainda exagerado, em relação às demais fontes alternativas de crédito

Para Ness, o diferencial de taxas é a principal explicação para a preferência por crédito não-indexado:

"Apesar de os empresários se queixarem da necessidade de planejarem suas finanças com pagamentos em cruzeiros prefixados, a principal razão para evitarem os instrumentos com correção posfixada foi o desempenho de fontes alternativas de recursos de médio e longo prazos, a custos menores. Aumentos nos programas de crédito pelas instituições financeiras oficiais, frequentemente a taxa de juros subsidiadas, e a entrada de repasses e empréstimos do exterior permitiram às empresas aumentar seu endividamento a longo prazo, sem recorrer à emissão de debêntures com correção monetária e custos financeiros efetivamente mais altos" (Ness, 1977, p.110).

No final dos anos 70 e no início do decênio seguinte, essas condições apresentaram importantes alterações: de um lado, a progressiva retirada das taxas de juros subsidiadas; de outro, o forte incremento no custo - efetivo e esperado - do crédito externo em virtude do aumento das taxas de juros internacionais, da máxi de dezembro de 1979 e da percepção das dificuldades do setor externo. As empresas começaram a substituir a dívida dolarizada pela indexada à ORTN (Barros, 1993, p.6-7).

Um setor que teve sua entrada para o sistema indexado bastante retardada foi o do crédito rural. Somente a partir de 1984 é que os financiamentos agrícolas passaram a ter correção monetária integral. Anteriormente, as taxas de juros cobradas não apenas

eram pré-fixadas,⁷² mas o eram em valores significativamente inferiores à taxa de inflação e à correção monetária (Tabela 4).⁷³

TABELA 4

TAXA ANUAL DE JUROS DO CRÉDITO RURAL:
NOMINAL, DEFLACIONADA PELO IGP-DI E PELA ORTN - 1970-1980
(em %)

| Período | Taxa média de juros (1) | | |
|---------|-------------------------|--------------|------------|
| | Nominal | Real | |
| | | Defl. IGP-DI | Defl. ORTN |
| 1970 | 11,3 | -6,7 | -6,9 |
| 1971 | 11,3 | -6,9 | -9,3 |
| 1972 | 12,1 | -3,1 | -2,8 |
| 1973 | 12,1 | -3,0 | -0,7 |
| 1974 | 10,8 | -17,6 | -16,9 |
| 1975 | 10,8 | -14,3 | -10,8 |
| 1976 | 10,7 | -24,3 | -19,3 |
| 1977 | 11,2 | -19,9 | -14,5 |
| 1978 | 15,0 | -18,3 | -15,6 |
| 1979 | 18,0 | -33,4 | -19,8 |
| 1980 | 20,0 | -42,9 | -20,4 |

FONTE DOS DADOS BRUTOS: Nóbrega (1981).

(1) Considera as despesas de juros efetivamente lançadas nas contas de empréstimos rurais.

Contudo se, na década de 80, o sistema financeiro foi obrigado a alterar, em alguma medida, o perfil dos seus créditos na me-

⁷² A correção monetária também foi aplicada em 1980 e 1983, mas utilizando-se apenas parcela do coeficiente de reajuste.

⁷³ A estruturação de tal sistema somente foi possível porque absorvia recursos do orçamento monetário - implicando subsídio fiscal - e dos depósitos à vista - captando assim parte do imposto inflacionário.

dida em que necessitava atender a um crescimento da demanda de ativos indexados, por outro lado, as empresas - notadamente as privadas - reduziram a demanda de crédito. Os empréstimos do sistema financeiro ao setor privado apresentaram significativa queda, iniciada em 1978 e aprofundada a partir de 1983 (Teixeira, 1985, p.69; Silva, 1991, p.225). O grau de endividamento da empresa privada também se reduziu, da mesma forma que o passivo de longo prazo⁷⁴ - expressando também a retração dos investimentos no decênio. Logo, no momento em que se ampliaram as obrigações indexadas, essas não se constituíram sob a forma de empréstimos de longo prazo financiando a acumulação de capital. No limite, o passivo indexado das empresas já nasceu no curto e médio prazos.

Na verdade, a relação das empresas com o sistema financeiro alterou-se com a redução do endividamento e o crescimento das aplicações de curto prazo no sistema. A estratégia da empresa privada:

"... consistiu basicamente em 'sair' do sistema financeiro por uma porta (a do endividamento ou do ativo bancário) e 'reentrar' pela porta das posições financeiras ativas (passivo do Banco Central e dos bancos comerciais e capital de outras empresas)" (Almeida, 1988, p.39).

Portanto, no momento em que se ampliou a indexação no sistema financeiro, retirando as instituições até então à margem dos con-

⁷⁴ "... o conjunto das grandes empresas privadas desde a primeira maxi-desvalorização do cruzeiro em 1979 (ano em que também se inicia a escalada das taxas de juros internacionais, que viriam a ser acompanhadas das taxas internas e dos sinais de crise do endividamento externo do país) trataram de desativar rapidamente o endividamento de longo prazo, flexibilizando a estrutura passiva e reduzindo riscos" (Almeida, 1988, p.36). Esse trabalho de Almeida apresenta uma série de dados referentes ao período 1978-1984. Ver também Silva (1991, p.226-228).

tratos com correção monetária, também se reduziu a articulação do setor privado como devedor e como devedor de longo prazo.⁷⁵ Por outro lado, reforçou-se a sua posição como credor do sistema, o que somente foi possível pela ampliação do papel do Estado como devedor no sistema, o qual enfrentava uma importante crise fiscal que se agravou ao longo do decênio. Portanto, a relutância de assunção de obrigações indexadas cedeu lugar, na década de 80, à relutância de assunção de qualquer dívida, principalmente de longo termo.

2.2.4. A demanda de ativos indexados

A experiência brasileira indica claramente que a demanda por ativos indexados está relacionada basicamente com o valor da taxa de inflação e a incerteza inflacionária. Conforme verificado anteriormente, até 1973, as baixas e "previsíveis" variações de preços não tornavam as aplicações com correção monetária as mais demandadas pelos agentes. De qualquer forma, tais ativos alcançaram uma importante posição no sistema financeiro e cumpriram com duas funções básicas para os quais haviam sido criados: permitir o financiamento governamental não-inflacionário e formar um *funding* para o SFH. Os haveres indexados representavam 35,9% do total dos haveres financeiros não-monetários ao final de 1973 (Gráfico 3). Dois eram os principais focos de atração desses ativos. O primeiro deles era representado pela possibilidade de aquisição de ORTN como

⁷⁵ "A renovação da dívida acumulada a taxas de juros reais crescentes e a prazos cada vez mais curtos não deixou alternativa, para as que a tiveram, senão a de cancelar toda ou grande parte das dívidas" (Costa, 1989, p.9).

alternativa ao recolhimento compulsório em moeda.⁷⁶ Esse item representava 39,7% do total das ORTNs em 1973 (Gráfico 4). Além disso, as entidades públicas foram muito utilizadas como compradoras: no referido ano, o BNH detinha 23,8% do total.⁷⁷ A aquisição por entidades públicas e como alternativa ao recolhimento compulsório em moeda somavam 77,8% do total em 1973. Com o abandono, pelo Banco Central, das ORTNs para operações de mercado aberto, o mercado secundário chegou a ficar quase totalmente extinto em 1972, recebendo atenção apenas residual das aplicações voluntárias (Rel. BACEN, 1973, p.133).

O outro foco de atração era representado pela chamada "poupança popular". Os depósitos de poupança, em virtude da sua acessibilidade e da proteção contra a corrosão inflacionária - rendimento indexado e sem possibilidade de ágio -, eram poderosos instrumentos de captação de aplicações de uma parcela abrangente da população. Funcionavam assim como um importante centralizador de pequenas "poupanças".

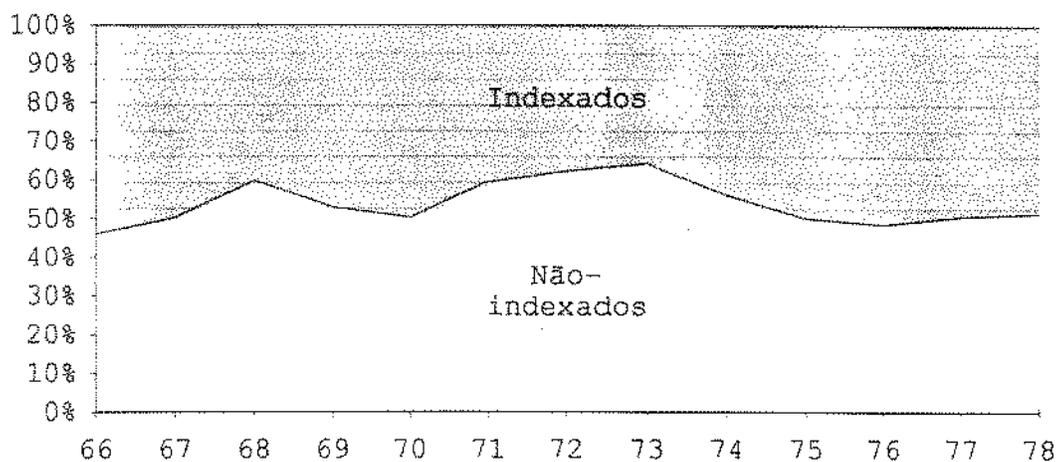
A partir de 1974, porém, em função do crescimento da taxa e da incerteza inflacionárias, os papéis indexados passaram a ser os mais disputados no mercado. O ajuste teoricamente previsível seria um crescimento do preço desses ativos, reduzindo a taxa de rendi-

⁷⁶ A possibilidade de utilização de ORTN como alternativa ao recolhimento compulsório em moeda foi estabelecida pela Res. nº 5, de 26/08/65, num percentual de 15%. Esse percentual foi crescente. Em 1966, era de 20%, passando para 40% no final de 1968, 50% em 1969 e 55% em 1970. Em 1973, 92,5% do total das ORTNs em posse dos bancos comerciais (incluindo Banco do Brasil) era para o compulsório (Rel. BACEN, 1975, p.171).

⁷⁷ Como referido anteriormente, a aplicação das disponibilidades do BNH em ORTN funcionava como forma de garantir o casamento do seu ativo com as suas obrigações indexadas. Em 1973, as ORTNs equivaliam a 18,9% do seu ativo.

GRÁFICO 3

PARTICIPAÇÃO, POR GRUPO, NO TOTAL DOS HAVERES
FINANCEIROS NÃO-MONETÁRIOS - 1966-1978

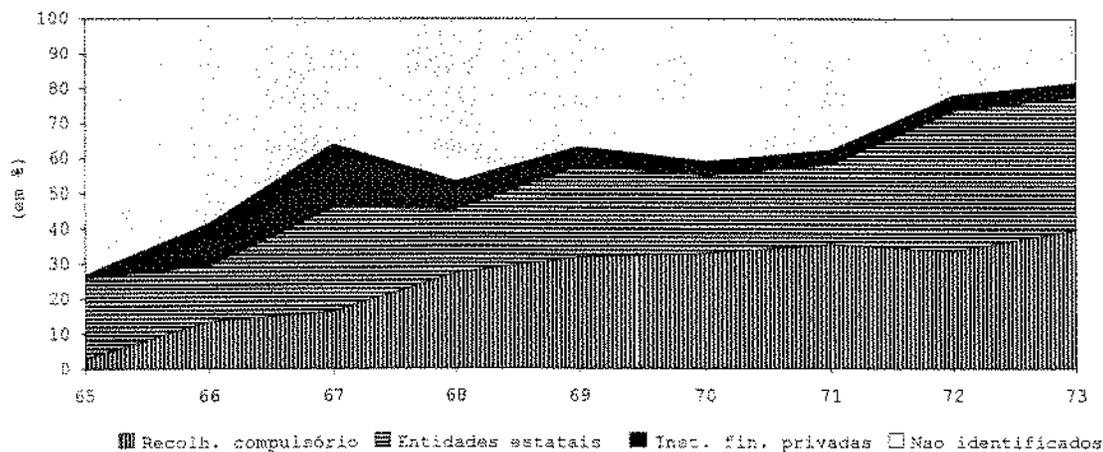


FONTE: A mesma da Tabela 1.

NOTAS: As mesmas da Tabela 1.

GRÁFICO 4

PARTICIPAÇÃO, POR GRUPO, ENTRE OS TOMADORES DE
ORTN - 1965-1973



FONTE: Rel. BACEN (1975).

NOTA: Saldos em final de período.

mento monetário de forma a compensar a sua menor taxa de incerteza relativamente aos pré-fixados. Isso até se manifestou por meio da formação de ágios elevados nos leilões de ORTN em 1975. No entanto os depósitos de poupança possuíam características que impediam qualquer forma de ajuste nesse sentido: não eram papéis negociáveis e sua oferta era perfeitamente elástica. As instituições não podiam negociar taxas de rendimento com o público nem se recusar a receber depósitos. No período entre dezembro de 1973 e dezembro de 1978, os ativos indexados, de uma participação no total dos haveres financeiros não-monetários de 35,9%, passaram a se constituir em 48,8%, abocanhando 66,3% do aumento real dos haveres nesses anos. As unidades integrantes do Sistema Financeiro da Habitação, conseqüentemente, depararam-se com um excesso de fundos que foi escoado por meio de uma forte expansão dos créditos imobiliários, resultando num boom imobiliário nesse período.⁷⁸

Por outro lado, essa situação gerou uma escassez de fundos para as instituições que não operavam com contratos indexados.⁷⁹ Como era o governo que sustentava o preço dessas aplicações, coube a ele criar mecanismos que garantissem o equilíbrio financeiro. As medidas foram várias, incluindo a introdução de uma importante restrição institucional no mercado em 1974 mediante a proibição de as pessoas jurídicas de direito privado com finalidade de lucro realizarem aberturas ou novos depósitos de poupança, sendo que os já existentes ficariam sem correção monetária e juros passados 180

⁷⁸ Esse crescimento da demanda por haveres indexados também abriu maior espaço para os títulos públicos estaduais, cujas emissões ampliaram-se nesse período.

⁷⁹ Ver Silva (1979) e, para uma formalização dessa situação, Schwartzman (1992).

dias.⁸⁰ Outras medidas atingiram diretamente o rendimento monetário das aplicações, aumentando o das pré-fixadas e reduzindo o das indexadas. Em 1976, as taxas de juros foram totalmente liberadas⁸¹, e, a partir de 1975-1976, a correção monetária começou a situar-se abaixo da variação de preços.⁸² Nesse último caso, a subcorreção da indexação desempenhava um papel semelhante ao que os deságios fariam em outras condições. Além disso, durante o ano de 1975, ficaram suspensos os incentivos à reaplicação em ORTN de forma a produzir redução no seu rendimento (Rel. BACEN, 1976, p.164).

Entretanto a expansão dos ativos indexados não pode ser atribuída exclusivamente ao papel da indexação como redutor da incerteza sobre o rendimento real dos haveres. Em primeiro lugar, o rendimento monetário desses ativos, nos primeiros anos desse período, era claramente superior ao dos não-indexados. As taxas de juros desses últimos estavam tabeladas em valores inferiores à taxa de inflação. Por exemplo, em 1974, a rentabilidade das ORTNs e dos depósitos de poupança nas SCIs foi de 39,5% e 40,9%, respectivamente - correção monetária de 33,3% -, contra 19,4% das LTNs e os tetos de, no máximo, 27% a 29% para os depósitos a prazo fixo e letras de câmbio (Rel. BACEN, 1975, p.170).⁸³ Portanto, não se tra-

⁸⁰ Além disso, foi ampliada a gama de instrumentos financeiros sujeitos a incentivos fiscais, reduzidos os incentivos fiscais das aplicações indexadas, suspensa temporariamente a subscrição voluntária de ORTN, etc.

⁸¹ Res. nº 361, de 12/03/76, para as operações ativas dos bancos de investimento e financeiras, e Res. nº 389, de 15/09/76, para as dos bancos comerciais.

⁸² As questões relacionadas com alterações e defasagens na correção monetária são objeto de análise do capítulo quatro.

⁸³ No início de 1974, os tetos vigentes de 21% a.a. para os depósitos a prazo fixo e 23% a.a. para as letras de câmbio, se superiores à taxa de inflação de 1973, situavam-se longe dos novos patamares de variação de preços. Somente a inflação acumulada do primeiro semestre de 1974 foi de 22,6%. Ao longo desse ano, os tetos foram ampliados em duas

tava apenas de uma menor taxa de incerteza sobre o rendimento futuro, mas também do oferecimento de uma taxa de rendimento monetário superior. Inclusive, como a correção monetária da época apresentava uma defasagem considerável, podia-se, em alguma medida, antecipar o seu valor, isto é, antecipava-se parcela do rendimento monetário das aplicações pós-fixadas! Em segundo lugar, em 1974, o aumento da taxa de incerteza dos haveres privados não-indexados não resultou somente do crescimento da taxa de inflação, mas também da intervenção no grupo Halles, que acabou gerando desconfiança nos depósitos a prazo fixo e nas letras de câmbio.⁸⁴ Em terceiro lugar, parcela do incremento da participação dos haveres com correção monetária no total dos ativos decorreu diretamente do maior rendimento dessas aplicações indexadas.⁸⁵

Por outro lado, nos anos de 1977 e 1978, em virtude da maior estabilidade inflacionária, da liberação das taxa de juros, da política monetária mais restrita e do desvirtuamento da indexação, os ativos não-indexados voltaram a ter novo impulso. Nesses anos, como referido anteriormente, eles abocanharam 63,8% do aumento real do total dos haveres financeiros não-monetários. Outro fator também fundamental para esse comportamento foi a diminuição dos

oportunidades, passando para 27% e 28% no caso dos DPFs e 27% e 29% no caso das LCs, mas ainda inferiores à taxa de inflação de 33,8% de 1974. No ano seguinte, liberou-se a taxa de juros desses haveres (Res. nº 322, de 15/04/75), mas não provocou nenhuma mudança significativa das taxas de juros, pois permaneciam ainda os tetos nas taxas das operações de crédito das instituições financeiras.

⁸⁴ O Banco Central rompeu com a política do passado de intervenção "branca", fazendo com que o mercado passasse a avaliar com mais cuidado as condições de risco dos papéis.

⁸⁵ Mesmo que não haja alteração na composição de portfólio desejada pelos agentes, o ativo que apresenta maior rendimento monetário amplia, ao longo do tempo, sua participação na riqueza em virtude da sua capitalização superior.

prazos dessas aplicações mediante o desenvolvimento das cartas de recompra. Além de se reduzir a incerteza do rendimento real, atendia-se à preferência pela liquidez e evitava-se a correção monetária desvirtuada.

Na década de 80, com o crescimento inflacionário, a demanda de ativos indexados acentuou-se, levando as instituições a se adaptarem às novas exigências dos agentes econômicos. Na primeira metade dos anos 80, os ativos indexados apresentaram uma expansão superior à dos não-indexados (Rel. BACEN, 1985, p.49-50). Entretanto esse fenômeno não espelhou exclusivamente um crescimento da preferência pelo mecanismo da indexação. Em primeiro lugar, a intensa demanda pelas ORTNs também foi impulsionada pela opção de cláusula cambial num contexto de expectativas de mádesvalorizações da moeda nacional. Nesse sentido, a ORTN era um título dolarizado.⁸⁶ Em segundo lugar, os depósitos de poupança receberam diversos estímulos, como a passagem da remuneração trimestral para mensal, a redução ou isenção do imposto de renda e a ampliação dos valores garantidos pelo governo federal. Por último, entre agosto de 1982 e janeiro de 1984, os depósitos a prazo fixo eram obrigatoriamente indexados.

Na segunda metade da década de 80, a demanda de ativos indexados confundiu-se com a demanda de aplicações de curto ou curtíssimo prazos.⁸⁷ Como é tratado no capítulo três, a indexação,

⁸⁶ Em 1985, porém, inexistia a opção de cláusula cambial, e as ORTNs continuavam dominando amplamente.

⁸⁷ A partir do início de 1987, os DPFs e LCs indexados puderam ser realizados com prazo mínimo de 60 dias.

nesse período, assume um outro significado para os agentes econômicos.

2.2.5. O Sistema Financeiro da Habitação

O Sistema Financeiro da Habitação representa o único *locus* de formação de um circuito financeiro indexado do tipo: captação voluntária junto ao público - financiamento de longo prazo ao público, embora parte de seu *funding* seja constituído por captação compulsória. Os demais circuitos indexados, como visto, financiavam o Estado por meio da dívida mobiliária ou estavam ligados a operações de curto ou médio prazos.⁸⁸ Nesse sentido, o SFH representa o mais próximo da concepção teórica da indexação, principalmente no que se refere a constituir-se num instrumento de garantia de financiamento de longo prazo e de estímulo e proteção à "poupança popular". Por outro lado, a história do SFH evidencia as conseqüências que os contextos de alta inflação podem produzir do ponto de vista da coerência das estruturas financeiras e da transferência de renda entre os agentes.

Esta subseção possui dois objetivos. O primeiro é evidenciar as dificuldades existentes na formação desse circuito indexado, ressaltando os mecanismos usados para evitar a relutância na assunção de obrigações pós-fixadas.⁸⁹ O segundo propósito é ressaltar os fortes desequilíbrios desse sistema, gerados por esses mecanis-

⁸⁸ Outros circuitos indexados eram formados por poupança compulsória, como era o caso do Programa de Integração Social (PIS) e do Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PASEP), que passaram, a partir de 1974, a financiar as operações do BNDE.

⁸⁹ Assim, não se pretende fazer uma avaliação do próprio SFH, nem das diversas alterações ocorridas ao longo da sua história.

mos de proteção aos mutuários e magnificados pelo crescimento da taxa de inflação e por uma série de medidas governamentais.

O sistema contava com duas fontes básicas de financiamento. A primeira era representada pelo Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS),⁹⁰ que se constituía numa poupança compulsória indexada calculada sobre os salários e paga pelas empresas. Representou fonte fundamental de recursos do sistema, embora com participação decrescente.⁹¹ A segunda fonte era formada por captação voluntária junto ao público por intermédio dos depósitos de poupança e das letras imobiliárias, ambas também corrigidas monetariamente.⁹² Essas aplicações obtiveram grande sucesso no público, principalmente os depósitos de poupança. Se, no final de 1969, elas representavam 4,0% do total dos haveres financeiros não-monetários, essa participação era de 33,4% em 1979.⁹³ Os financiamentos imobiliários também apresentaram grande expansão, principalmente durante a década de 70, mas foram fortemente reduzidos ao longo dos anos 80.⁹⁴

O financiamento habitacional normalmente consiste numa operação de longo prazo.⁹⁵ Conseqüentemente, numa economia cronicamente

⁹⁰ Criado pela Lei nº 5.107, de 13/09/66.

⁹¹ Considerando os depósitos de poupança e as letras imobiliárias, a participação do FGTS nos recursos do SFH, que era de 73,6% em 1967, reduziu-se a 54,3% em 1972 e a 40,36% em 1976 (Pinheiro, 1993, p.25).

⁹² Os depósitos de poupança eram captados pela Caixa Econômica Federal, Caixas Econômicas Estaduais, Associações de Poupança e Empréstimo e Sociedades de Crédito Imobiliário. As letras imobiliárias eram dessas últimas.

⁹³ Como proporção do PIB, os depósitos de poupança foram crescentes até 1984, girando em torno de 9% na segunda metade do decênio (Rel. BACEN, 1990, p.37).

⁹⁴ Entre 1975 e 1982, foram financiadas pelo SFH uma média anual de 379.767 unidades, ao passo que entre 1983 e 1989, a média foi de 79.177 unidades (Barbosa, 1993, p.384-385). Ver também Albuquerque (1986, p.95).

⁹⁵ Para alguns segmentos privilegiados de renda, o financiamento habitacional pode se dar a partir de operações de médio prazo.

inflacionária como a brasileira, esse tipo de contrato exige o uso de mecanismos de preservação do seu valor real. A coerência financeira do sistema necessitaria, em princípio, da utilização do mesmo indexador e da mesma periodicidade de reajuste na captação e na aplicação dos recursos. Contudo se os ativos indexados tiveram ampla aceitação por parte do público, o mesmo não se deu do ponto de vista das obrigações indexadas. Tal fato tornou-se evidente quando da criação do sistema e expressou-se nos planos de financiamento adotados. Esses, na sua maioria, não eram financeiramente consistentes. Diz-se que um plano é financeiramente consistente se a dívida é liquidada com o pagamento da última prestação. Isso ocorre quando tanto os saldos devedores como as prestações são corrigidas simultaneamente com o mesmo indexador. Se com o pagamento da última prestação, o valor da dívida é diferente de zero, o plano é financeiramente inconsistente. Tal situação pode decorrer de utilização de índices diferenciados para a correção das prestações e do saldo devedor - podendo a correção se dar simultaneamente ou não - ou, ainda que utilizando o mesmo indexador, decorrer de correção não simultânea das prestações e do saldo devedor.⁹⁶

A forma que assumiriam os planos de financiamento gerou uma série de polêmicas.⁹⁷ O simples fato do estabelecimento de que as obrigações hipotecárias seriam indexadas provocou algumas reações. Apareciam críticas ligadas ao crescimento nominal da dívida e à própria dificuldade de entender o mecanismo, além da reação de

⁹⁶ Para uma discussão mais detalhada dos diferentes planos de financiamento do SFH, ver Faro (1991, 1992).

⁹⁷ Para a discussão inicial dos planos de financiamento, ver Beckerman (1978).

setores privilegiados que se utilizavam, até então, de crédito pré-fixado em condições bastante vantajadas. Inicialmente, a legislação (Lei nº 4.380) estabelecia o princípio da indexação, mas não necessariamente obrigatória. Essa indexação seria baseada na variação de preços - comportamento da ORTN -, mas com a ressalva de que a variação da prestação não poderia exceder à do salário mínimo.⁹⁸ Mas como a evolução desse apresentava uma variação inferior à da ORTN, gerar-se-ia um problema para os credores do sistema. A solução inicialmente encontrada foi a formação de dois planos, diferindo quanto ao indexador das prestações.⁹⁹ Pelo Plano A, a prestação possuía um reajuste anual dado pela variação do salário mínimo, e o saldo da dívida era corrigido trimestralmente de acordo com a ORTN; portanto, inexistia sincronia entre a atualização de ambos. Ao final do prazo contratual, se a dívida não tivesse sido quitada, as prestações eram prorrogadas até completarem um total de 300 meses e, depois, passavam a ser corrigidas conforme a ORTN e simultaneamente aos saldos devedores até o momento em que a dívida fosse saldada. De acordo com o Plano B, tanto o saldo devedor como as prestações seriam corrigidos trimestralmente pela ORTN. A determinação de obrigatoriedade da utilização da indexação foi enviada ao Congresso, gerando um confronto com o Executivo. Aquele queria ainda permitir financiamentos sem indexação. O resultado foi a edição do Decreto-Lei nº 19, de 30/08/66, assegurando o princípio da indexação.

Pelo Plano A, portanto, criou-se uma forma de *hedge* para as famílias ao garantir que a evolução do valor nominal dos pagamen-

⁹⁸ Alguns detalhes sobre a legislação são encontrados em Rizzardo (1984).

⁹⁹ Instrução do BNH nº 5, de 29/01/66.

tos não ultrapassaria a do salário mínimo. Porém restava uma incerteza brutal sobre o tempo de amortização, que muito bem poderia ser maior do que o planejado, no limite, infinito. Na época, a variação do salário mínimo era claramente inferior à da ORTN. O argumento do BNH era de que o salário mínimo, no longo prazo, não continuaria defasado. De qualquer forma, em 1967, foi criado o Plano C,¹⁰⁰ com duas diferenças básicas em relação ao Plano A, mas mantendo os mesmos critérios de indexação. A primeira era de que o reajuste inicial, em vez de ser 60 dias após a data de vigência do novo valor do salário mínimo, passava a ser no mês posterior ao do reajuste do salário da categoria a que pertencesse o mutuário. Logo, representava mais um componente de segurança para o mutuário, pois o mês de reajuste do salário mínimo não necessariamente coincidia com o do salário do devedor. A segunda diferença era que o pagamento das prestações poderia ser prorrogado apenas por um período equivalente a no máximo 50% do prazo originalmente contratado. Com isso, reduzia-se a incerteza quanto ao prazo de pagamento da dívida. Qualquer débito ainda remanescente seria quitado pelo então criado Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS). Esse seria constituído pelo pagamento, na data de assinatura do contrato, de um valor equivalente a uma prestação. Portanto, a consistência do sistema não estava garantida, pois nada assegurava que tal contribuição fosse suficiente para saldar possíveis débitos remanescentes.

Um dos problemas básicos quanto à coerência financeira do sistema ainda permanecia: a diferença de periodicidade de reajuste

¹⁰⁰ RC (Resolução do Conselho de Administração do BNH) nº 25/67, de 16/06/67.

do valor da dívida e da prestação. Como havia a possibilidade de que o primeiro reajuste das prestações mensais ocorresse somente 12 meses após a assinatura do contrato, nesse interim, o valor real pago mensalmente apresentaria grande decréscimo, ao passo que o saldo devedor seria reajustado trimestralmente. Conseqüentemente, formar-se-ia um saldo residual de dívida mesmo que os dois indexadores apresentassem variação idêntica. Havia também um problema de equidade, pois dois contratos, um assinado um mês antes da vigência do novo valor do salário mínimo - ou do novo salário da sua categoria profissional - e outro assinado 12 meses antes, teriam o mesmo reajuste. Por outro lado, do ângulo do mutuário, permanecia ainda a possibilidade de prorrogação do prazo da dívida. Essa ameaça, na época, era bastante significativa devido aos reajustes do salário mínimo situarem-se abaixo da correção monetária. Dessa forma, existia ainda uma pressão intensa para mudança dos planos vigentes.

Objetivando reduzir ou eliminar esses problemas, foi criado o Plano de Equivalência Salarial (PES) em substituição aos Planos A e C.¹⁰¹ Várias foram as modificações, mas mantinha-se a diferença de indexadores entre as prestações - salário mínimo - e o saldo devedor - UPC. Em primeiro lugar, o reajuste anual das prestações poderia ser tanto 60 dias após a entrada do novo valor do salário mínimo como em mês escolhido pelo mutuário. Entretanto, sobre a primeira prestação, era aplicado um Coeficiente de Equiparação Salarial (CES), periodicamente calculado pelo BNH. Esse coeficiente assumia valores superiores ou inferiores a um, dependendo

¹⁰¹ RC nº 36/69, de 18/11/69. O Plano B permanecia, mas com nova denominação: Plano de Correção Monetária.

do mês de assinatura do contrato e do mês de reajuste escolhido. Ele foi instituído buscando reduzir ou eliminar as distorções causadas pela diferença dos prazos de reajuste das prestações e do saldo devedor.¹⁰² A outra modificação importante foi que o número de prestações passava a ser fixo, aquele definido no contrato. O débito remanescente continuaria a ser saldado pelo FCVS. Por outro lado, se com o pagamento mensal das prestações o saldo da dívida fosse liquidado antes da última prestação, o mutuário mesmo assim continuaria fazendo os desembolsos até a última prestação contratada. Esses desembolsos ocorridos após a quitação da dívida seriam a nova fonte de financiamento do FCVS, extinguindo-se a contribuição no valor de uma prestação.

Portanto, era assegurado ao adquirente que o reajuste anual de suas prestações não excederia a variação do salário mínimo e que o prazo de pagamento da dívida não se dilataria. Era necessário obviamente que a renda do mutuário acompanhasse a evolução do salário mínimo para não aumentar o grau de comprometimento dos seus rendimentos. Embora houvesse a possibilidade de o mutuário arcar com uma amortização superior ao valor da dívida, ele ganhava como contrapartida a segurança de que os seus rendimentos - caso acompanhassem a variação do salário mínimo - não seriam comprometidos em excesso. Logo, era um sistema que atuava diretamente sobre a coerência entre o rendimento e as obrigações dos agentes, diminuindo a relutância de assunção de dívidas indexadas. Por ou-

¹⁰² A função do CES era "contrabalançar a influência, em função da data de assinatura do contrato com relação à do reajuste anual do valor do salário mínimo, exercida pela falta de sincronização entre as respectivas épocas de correção monetária de saldo devedores e de prestações" (Faro, 1992, p.48).

tro lado, como contrapartida, abria-se a possibilidade de geração de um importante passivo fiscal, não analisada corretamente à época.

O aperfeiçoamento do *hedge* para os mutuários ocorreu com a criação do Plano de Equivalência Salarial por Categoria Profissional em 1984,¹⁰³ permitindo-se ainda a passagem dos mutuários dos Planos A, C e de Equivalência Salarial para a nova sistemática. As prestações passavam a ter a mesma periodicidade e reajuste do salário da categoria profissional a que pertencesse o mutuário.

Na verdade, ao longo de toda a história do SFH, várias foram as alterações nas regras dos seus planos de financiamento.¹⁰⁴ Aqui cabe destacar ainda dois grupos de modificações. No primeiro, eliminou-se, por certo período, um risco básico existente no PES para o mutuário, qual seja, uma variação do salário mínimo superior à da correção monetária, implicando amortização antecipada da dívida e prestações remanescentes após a sua quitação. Duas foram as medidas. A primeira foi que, a partir de 1973, o reajuste das prestações passava a ser feito de acordo com a correção monetária.¹⁰⁵ Isso não representou um problema para os devedores, pelo contrário, desde o referido ano até 1982, a variação do salário mínimo foi sempre superior à correção monetária. A segunda medida foi que o mutuário, quando efetivamente quitasse o débito antes da última

¹⁰³ Decreto-Lei nº 2.164, de 19/09/84.

¹⁰⁴ Para mais detalhes, incluindo os benefícios concedidos ao longo dos anos 80, além de uma análise dos problemas de todo o sistema desde a sua formação, ver Faro (1991, 1992), Barbosa (1993), Albuquerque (1986) e Pinheiro (1993).

¹⁰⁵ A Res. nº 235, de 14/08/72, estipulava que nenhuma indexação poderia levar a uma variação superior à da ORTN.

prestação, não precisava mais continuar pagando as prestações restantes do contrato.¹⁰⁶

O segundo grupo de medidas diz respeito a uma série de benefícios concedidos aos mutuários ao longo dos anos 80 que acabaram por magnificar os desequilíbrios do sistema. O próprio crescimento da inflação no referido decênio fazia com que o valor real das prestações apresentasse significativo declínio. Os benefícios começaram a ser concedidos em 1983, pois nesse ano a correção monetária foi superior ao aumento do salário mínimo. Num contexto de forte recessão, desemprego e arrocho salarial, a reação dos mutuários foi intensa, ao mesmo tempo que se ampliavam os índices de inadimplência. Entre 1983 e 1985, além da opção do Plano de Equivalência por Categoria Profissional, permitiu-se a volta da correção das prestações tomando como referência a evolução do salário mínimo, incluindo também reajustes menores do que a variação desse. Os reajustes das prestações situaram-se muito inferiores à correção monetária. Posteriormente, na segunda metade dos anos 80, os Planos Cruzado e Verão também determinaram valores bastante diferenciados para a correção das prestações e do saldo devedor.

Outra distorção gerada no sistema referia-se à própria correção trimestral da dívida. Com o crescimento da taxa de inflação, produzia-se uma larga diferença do valor real da dívida entre o fim do trimestre e o início do seguinte. Com isso, as empresas construtoras liquidavam sua dívida perante o SFH no final de cada trimestre, repassando-a ao comprador da casa própria com determi-

¹⁰⁶ RC nº 1/77, de 27/04/77. A contribuição para o FCVS passava a ser 0.5% do valor do financiamento.

nado ágio. Com a virada do trimestre, o ônus do salto do valor em cruzeiros da dívida acabava sendo repassado ao Estado por meio do FCVS. Na edição do Plano Cruzado, por sua vez, tal fenômeno não se verificou, pois as dívidas foram corrigidas de acordo com o critério *pro rata*. Dessa forma, evitou-se o carregamento sobre o valor da dívida de toda a variação da UPC, o que, se ocorresse, representaria um ganho na contabilização dos ativos das instituições financeiras.

O caso do Sistema Financeiro da Habitação constitui-se, portanto, numa experiência bastante elucidativa dos problemas inerentes à formação de circuitos indexados. Para a maioria das famílias, não havia outra forma de adquirir a casa própria que não a de incorrer em obrigações de longo prazo indexadas. Logo surgiu, porém, o problema da coerência entre os rendimentos futuros das famílias e os compromissos assumidos. Torna-se difícil assumir uma dívida vultuosa a ser amortizada por um período bastante longo sem mecanismos que proporcionem alguma segurança de que os rendimentos serão compatíveis com as obrigações. Assim, o sistema, desde o início, teve de criar mecanismos que atuassem nesse sentido. A vinculação das prestações ao salário mínimo e, posteriormente, ao salário da categoria profissional do mutuário são tipicamente formas de redução da incerteza dos agentes quanto à sua capacidade de enfrentar as obrigações. Aliado a esse *hedge*, que foi incrementado por outras medidas nos anos 70, foram concedidos também um conjunto de benefícios que acabaram trazendo um forte desequilíbrio no sistema.

Como salientam Barbosa (1993) e Faro (1991, 1992), a consequência da formação de planos de financiamento inconsistentes, aliado ao conjunto de subsídios concedidos principalmente na década de 80 e ao ambiente de taxas de inflação crescentes, foi um profundo desequilíbrio do sistema. Tal desequilíbrio expressa-se pela formação de uma vultuosa dívida do FCVS para com o sistema. Os cálculos existentes são de que, em março de 1995, a dívida habilitada ou caracterizada - contratos já quitados por mutuários finais - era de R\$ 12.561 milhões (US\$ 14.019 milhões), e a não caracterizada - saldo devedor residual de contratos ainda em curso - era de R\$ 31.782 milhões (US\$ 35.471 milhões).

Portanto, no único sistema em que a indexação garantiu a formação de contratos de longo prazo, foram criados mecanismos e certos subsídios que significaram, na verdade, uma transferência de renda ou um ganho de capital para os devedores do SFH. Uma determinada parcela da população, pequena relativamente ao total, obteve condições vantajosas de aquisição da casa própria. Parte dessa transferência adveio dos credores localizados na captação do sistema por meio da subcorreção do indexador. Parcela é representada pela dívida do FCVS, de responsabilidade do Tesouro Nacional. Assim, na ausência de outras medidas, é uma dívida que terá de ser paga pela sociedade como um todo. Além disso, o maior credor do FCVS é o FGTS, portanto, patrimônio da maioria dos assalariados do país, e o segundo credor é representado pelo conjunto das instituições financeiras públicas.¹⁰⁷

¹⁰⁷ Em 1993, cerca de 53% da dívida do FCVS referia-se a operações realizadas com o FGTS, 26% estava ligada às instituições financeiras públicas e 21%, às privadas (Pinheiro, 1993, p.46-47).

3. O ENCURTAMENTO DOS PRAZOS CONTRATUAIS E AS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS

O contexto de alta inflação tende a inviabilizar a formação de contratos financeiros, principalmente os de maior prazo. No limite, os fluxos financeiros podem transitar por outros canais que não o sistema financeiro doméstico, desarticulando-se as relações financeiras internas. Nesse sentido, a indexação, tanto na literatura econômica como na sua implementação no Brasil, foi concebida como fator fundamental no sentido de viabilizar a constituição de contratos de longo prazo e evitar ou reverter a desintermediação financeira, permitindo o desenvolvimento das relações financeiras em condições inflacionárias.

O objetivo deste capítulo é exatamente questionar o papel da indexação como mecanismo que evita o encurtamento dos prazos contratuais e, como consequência, relativizar o seu papel de impedir a desintermediação financeira. Analisa-se o processo de estreitamento dos prazos como resposta das instituições às condições de alta inflação, cuja expressão polar são as "quase-moedas". Da mesma forma que no capítulo anterior, inicialmente é feito um tratamento teórico, e após é analisada a experiência brasileira.

3.1. ASPECTOS TEÓRICOS

Duas são as formas básicas de redução da incerteza dos valores reais dos contratos: uso da indexação ou estreitamento dos prazos. As dificuldades da constituição de um circuito indexado foram analisadas no capítulo anterior. Abordam-se agora os diferentes aspectos do segundo caso.

Prazos contratuais mais diminutos trazem dois problemas importantes. O primeiro deles é a introdução ou ampliação dos custos de recontratação. É necessária a repactuação frequente das condições contratuais, o que implica negociação e obtenção de um estoque mínimo de informações.¹ O segundo problema é a incerteza quanto às condições financeiras no momento do encerramento e possível renovação contratual.

Do ângulo do devedor, o encurtamento pode significar assumir uma posição *speculative* e talvez até *Ponzi*.² O agente torna-se sujeito às incertas taxas de juros vigentes no momento da recontratação do débito. A incerteza também se refere à própria renovação da dívida. Como forma de reduzir essa última insegurança, tendem a se desenvolver mecanismos semi-automáticos de refinanciamento. Como destacado por Dreizzen (1985, p.50), formam-se "contratos implícitos" de renovação do crédito.³ Esses contratos,

¹ "Los contratos indexados constituyen un mecanismo para reducir los costos de información, negociación y conflicto asociados a una frecuente revisión de los contratos nominales" (Frenkel, 1989, p.6). Domingo Cavallo chega a considerar os custos de recontratação como o principal motivo para adoção da indexação (Cavallo, 1986, p.319).

² "... eleva-se o peso relativo das unidades com financiamento especulativo e Ponzi dentro do sistema e (...) aumenta o grau de fragilidade" (Dreizzen, 1985, p.42).

³ Nesse sentido, Minsky ressalta uma das diferenças entre empréstimos e *securities*: "Loans, unlike securities, involve a customer relation. in

porém, somente reduzem parcialmente a fragilidade, pois "contêm cláusulas cuja obrigação de cumprimento é débil e altamente condicionada à evolução das variáveis do contexto macroeconômico" (Dreizen, 1985, p.51).

Como consequência mais profunda da redução dos prazos contratuais, as empresas deixam de dispor de fontes de financiamento de longo prazo no sistema financeiro. A acumulação de capital tem de ser financiada por recursos gerados internamente, por emissão de ações ou por fontes especiais de crédito de longo termo.

Por outro lado, obrigações de prazo mais curto, mas a taxas de juros pré-fixadas, possuem a vantagem, em relação a uma dívida indexada, de proporcionar ao devedor a certeza sobre o valor nominal dos pagamentos durante a vigência do contrato. Com isso, a empresa ganha um balizador importante dos seus custos. Para tanto, é necessário que o prazo contratual não seja inferior ao período mínimo de revisão de preço dos produtos da firma.

De qualquer forma, emitindo tanto uma obrigação indexada de vencimento mais extenso como uma não-indexada de curto prazo, o agente está assumindo uma posição no mínimo *speculative*. No primeiro caso, por estar dependente da evolução do indexador. Embora a unidade não necessite renovar a sua dívida, a coerência entre ativo e passivo não depende exclusivamente da realização dos rendimentos previstos. No segundo caso, a fragilidade ocorre pelo critério do *rolling over*, isto é, pela dependência das condições

which banks use private knowledge willingly given by the borrowing units. An implicit commitment for continuing relations may exist for a loan customer, whereas no such continuing commitment exists for securities" (Minsky, 1986, p.230).

de renovação dos débitos - taxa de juros vigente e a própria disponibilidade de crédito.

Entretanto o grau *speculative* da assunção de dívidas de curto prazo pode ser reduzido em função do próprio perfil dos ativos a serem financiados. O contexto de alta inflação e instabilidade normalmente é acompanhado por níveis reduzidos de investimento em capital fixo, para os quais também contribuem as condições financeiras vigentes. Com isso, o financiamento de ativos de curto prazo, mais precisamente o capital de giro, domina as operações de crédito. Conseqüentemente, a diferença de prazo entre ativo e passivo é menor, diminuindo a fragilidade financeira da unidade: "*The traditional commercial loan, in which the sale of or stock of goods yielded cash to repay debt, was an example of hedge financing*" (Minsky, 1986, p.233).

Da perspectiva do credor, o estreitamento dos prazos reduz a incerteza sobre o valor real dos rendimentos, pois o grau de confiança da expectativa inflacionária é maior. Além disso, o encurtamento dos prazos atende ao forte crescimento da preferência pela liquidez que acompanha o contexto de alta incerteza. Por meio de aplicações de prazo mais exíguo, o detentor de riqueza ganha grande flexibilidade para revisão das decisões adotadas e realocação dos seus ativos. Consegue assim melhor proteção frente a eventos inesperados. Por outro lado, o agente pode rapidamente alcançar ganhos especulativos, cuja possibilidade cresce em condições de instabilidade, onde os mercados financeiros tornam-se extremamente voláteis.

3.1.1. A mudança no perfil dos contratos financeiros

Como visto no capítulo anterior, em virtude de sua menor taxa de incerteza, os ativos indexados tenderiam a oferecer um menor rendimento monetário de forma a equilibrar as diferentes eficiências marginais. Entretanto o principal problema desse ajuste das eficiências marginais é que ele incide sobre o componente monetário do rendimento, mantendo ainda um grau acentuado de incerteza no sistema. Do ponto de vista dos contratos indexados, os seus valores pós-fixados, embora tragam redução da incerteza sobre o seu conteúdo real, introduzem uma incerteza brutal sobre os valores nominais. Por sua vez, os contratos pré-fixados, mantidos os prazos vigentes, continuam a carregar uma forte incerteza sobre os seus valores reais.

O mesmo não ocorre se o ajuste do perfil dos contratos é no sentido do estreitamento dos seus prazos. Garante-se uma importante redução da incerteza sobre o valor real dos contratos, ao mesmo tempo que se assegura o valor nominal do contrato durante a sua vigência. Além disso, a redução dos prazos também responde ao aumento da preferência pela liquidez. Esse último também se manifesta por meio de uma diminuição dos prazos dos próprios contratos indexados. Portanto, como o contexto de alta inflação e instabilidade aumenta a incerteza do sistema econômico, o estreitamento dos prazos surge como forma mais adequada no sentido de reduzir essa incerteza.⁴ Assim, a alteração do perfil contratual não caminha exclusivamente no sentido de indexação de parcela dos contratos e

⁴ É claro que surge, como acentuado na subseção anterior, uma incerteza quanto ao *rolling over*.

ajuste do rendimento dos ativos não-indexados. Por conseguinte, a indexação, embora atenuada, não chega a evitar o encurtamento dos prazos contratuais, tanto dos pré como dos pós-fixados.

O encurtamento dos prazos das operações indexadas tem duas molas propulsoras. Uma delas é o próprio aumento da preferência pela liquidez. A outra, abordada no capítulo posterior, é que a indexação não elimina o risco inflacionário, seja por motivos técnicos ou por interferência governamental. O surgimento do "risco indexador", na medida em que significa a introdução de alguma incerteza sobre o próprio rendimento real dos contratos indexados, acentua a preferência por ativos não-indexados de curto prazo ou ainda estimula a redução do prazo dos próprios contratos pós-fixados. Esse encurtamento, por sua vez, gera um problema quanto à disponibilidade de um indexador que consiga captar a variação de preços ocorrida num curto espaço de tempo e que esteja disponível rapidamente. Por essa razão, os referenciais tendem a ser índices financeiros. Como esses apresentam alguma volatilidade e nenhuma garantia de refletir a variação dos preços de bens e serviços, não se elimina o risco indexador. Dessa forma, a indexação, ao ser incapaz de eliminar o risco inflacionário, é um fator a estimular a diminuição dos prazos contratuais.

Portanto, o peso do crescimento da preferência pela liquidez e a relutância dos agentes em assumir débitos indexados, aliado ao surgimento do risco indexador e à redução da incerteza dos rendimentos trazida pelo encurtamento dos prazos, fazem com que o perfil contratual tenda a se concentrar em prazos exíguos. Mesmo os

contratos indexados não ficam imunes à redução dos prazos, trazendo, no limite, a necessidade de indexadores diários.

3.1.2. As instituições financeiras

Conforme analisado no capítulo anterior, as instituições financeiras recusam-se a assumir débitos indexados, ao menos que possam casá-los com ativos também pós-fixados. Porém, como os agentes relutam em tomar crédito desse tipo, torna-se difícil uma sincronização na formação de ativos e passivos indexados nessas instituições. Assim, tende a assumir importância o papel do Estado como emissor inicial e principal de obrigações pós-fixadas, definindo também toda a normatização envolvendo a indexação.

Mas se a indexação do passivo das instituições financeiras exige uma alteração em igual sentido no perfil do seu ativo, o mesmo também ocorre no caso do encurtamento dos prazos contratuais. A assunção de obrigações de curto prazo necessita de uma redução simultânea dos prazos do seu ativo.⁵ Contudo isso não impede o aumento do risco de liquidez das instituições.⁶ Esse risco é bem mais acentuado para a unidade individualmente do que para o sistema financeiro como um todo. A menos que ocorra uma desintermediação financeira, os recursos estão disponíveis dentro do sistema doméstico. No caso de problemas de liquidez, a instituição

⁵ "Naturalmente, a 'duração' do ativo reflete a 'duração' do passivo de modo que o encurtamento do passivo resulta inevitavelmente no encolhimento dos prazos das aplicações. As instituições financeiras se especializam em emprestar para prazos curtíssimos ..." (Franco, 1990, p.72).

⁶ "Quando os depósitos do público são de curto prazo, apresenta-se um problema adicional. O 'risco de liquidez' do intermediário pode ser excessivamente elevado devido a que nada lhe garante poder recolher fundos de curto prazo suficientes em cada período para estar em condições de conceder o financiamento" (Dreizen, 1985, p.51).

tem de recorrer ao mercado interbancário ou à própria assistência financeira do Banco Central, incorrendo provavelmente num custo mais elevado. Assim, nesse caso de redução dos prazos contratuais, o risco de taxas surge em função da necessidade de suprir necessidades de liquidez a taxas de juros mais elevadas. Além disso, amplia-se o risco de taxas a partir do crescimento da participação do passivo remunerado - redução da parcela dos depósitos à vista sem remuneração - e da maior volatilidade das taxas de juros.

Contudo entre emitir um passivo indexado, associado a um ativo pré-fixado, e reduzir o prazo das operações, a tendência das instituições financeiras é caminhar nesse último sentido. No primeiro caso, a unidade estaria numa posição amplamente vulnerável, incorrendo num elevadíssimo risco de taxas. Já, no segundo caso, o risco de liquidez é diminuído por meio do estreitamento dos prazos das operações ativas e pode ser contornado mediante os créditos do mercado interbancário e do Banco Central. À exceção de situações de fuga de capitais, a liquidez permanece dentro do sistema doméstico, e, em última análise, sempre existe a figura do Banco Central como prestador de última instância. No ajuste das instituições financeiras, portanto, prevalece a questão econômica - isto é, sua rentabilidade - em detrimento da liquidez, pois existem mecanismos que amenizam esse último risco. Logo, a inserção dessas unidades surge como mais um fator no direcionamento do perfil contratual para o curto prazo.

De qualquer forma, como analisado na experiência brasileira, a redução dos prazos exige uma alteração na forma de atuação do

Banco Central de modo a evitar ou atenuar o crescimento do risco de liquidez. A autoridade monetária tem de desenvolver mecanismos que consigam responder prontamente às necessidades de liquidez das instituições financeiras. Conforme destaca Beckerman:

"As financial terms shorten, credit tends increasingly to be provided for shorter terms than necessary - on assumptions, or prayers, that the credit will be rolled over as necessary, and that monetary authority will set credit conditions as required to make such rollovers possible" (Beckerman, 1992, p.63).⁷

Do ponto de vista das estruturas financeiras, claramente o estreitamento dos prazos tem como consequência o crescimento da fragilidade financeira. As instituições financeiras aumentam o seu "grau" *speculative*: *"Rapid growth of short-term financing tends to make the financial system increasingly fragile"* (Minsky, 1986, p.77).⁸ Por sua vez, as empresas tomadoras de recursos tendem a passar de *hedge* para *speculative* e até *Ponzi*.

Portanto, na medida em que a indexação não evita a redução dos prazos contratuais, inclusive das próprias operações pós-fixadas, ela não garante o financiamento de longo prazo na economia. Se o ajuste das instituições financeiras não exclui as operações indexadas - desde que se possa fazer o casamento entre passivo e ativo -, por outro lado, assume papel primordial a redução dos

⁷ Beckerman alerta para a formação de uma armadilha: *"... lenders demand adequate compensation for expected inflation; borrowers are compelled to accept lenders' conditions; the monetary authority must then validate the expectations or force bankruptcy and recession"* (Beckerman, 1992, p.82-83).

⁸ *"The need to settle and to renew financial contracts more frequently makes financial markets more tense. Financial intermediaries find themselves competing each day to renew larger proportions of their obligations portfolios"* (Beckerman, 1992, p.82).

prazos contratuais. Desse modo, a desintermediação financeira é evitada não somente pela indexação, mas também, e talvez principalmente, pelo processo de encurtamento dos prazos.

3.1.3. As "quase-moedas"

Até agora não foram abordadas as implicações da perda das funções da moeda. Na medida em que a posse dessa significa uma redução do valor real da riqueza, os agentes tendem a substituí-la por ativos que proporcionem alguma proteção contra as taxas de inflação e que simultaneamente ofereçam um alto prêmio de liquidez. Se a função de meio de pagamento é ainda exercida pela moeda, os agentes têm frequentemente de reconverter seus ativos "fugidos" da moeda. Assim, buscam formas de riqueza que possuam custos não elevados de conversão rápida em moeda.

Do ponto de vista do perfil dos haveres financeiros, formam-se dois movimentos contrários. De um lado, a preferência pela liquidez empurra os aplicadores para ativos de alta liquidez. De outro lado, a perda de valor da moeda - o imposto inflacionário - afasta os agentes do ativo líquido por excelência.⁹ O resultado é a concentração da riqueza financeira, tanto da monetária como da não-monetária, em algum ativo de alta liquidez e que, simultaneamente, proporcione alguma proteção contra a inflação.

Caso o sistema econômico, doméstico ou internacional, não consiga suprir um ativo com essas características, a circulação mercantil e financeira entra em ruptura. No limite, a economia

⁹ De outra parte, o crescimento persistente do nível de preços, embora traga uma redução dos encaixes reais, também provoca um aumento da demanda nominal de moeda.

tenderia a uma situação de trocas diretas, contradizendo, assim, o seu caráter mercantil. Isso implica que o próprio sistema econômico, mais cedo ou mais tarde, tende a suprir um ativo com essas características. Esse ativo pode ser produzido externamente - utilização de moedas estrangeiras, como foi o caso da Argentina - ou internamente por meio do próprio sistema financeiro - como na experiência brasileira - com a constituição das chamadas "quase-moedas": aplicações remuneradas de curtíssimo prazo no sistema financeiro.

Nesse último caso, o sistema financeiro passa a contar com um crescimento da parcela remunerada do seu passivo. O prazo dessa pode ser de alguns dias ou até diário. Dessa forma, a redução dos depósitos à vista sem remuneração não aumentaria o prazo médio do passivo, pois as quase-moedas têm necessariamente de possuir um vencimento contratual próximo ou igual ao daqueles depósitos.

Conforme é tratado na experiência brasileira, o desenvolvimento dessas aplicações exige uma forma de atuação do Banco Central bastante peculiar, funcionando como uma espécie de "caixa" do sistema financeiro, respondendo prontamente aos desajustes diários - excesso ou escassez - de liquidez que tal sistema propicia.

3.2. O CASO BRASILEIRO

O foco desta seção é a evolução dos prazos contratuais no sistema financeiro brasileiro, principalmente dos chamados haveres financeiros, tanto privados como públicos.¹⁰ Procedeu-se a uma di-

¹⁰ As operações de crédito das instituições financeiras receberam um destaque menor em função da disponibilidade de dados, mas pressupõe-se

visão em três subseções. Na primeira, analisa-se o encurtamento dos prazos das operações das instituições financeiras, enquanto na segunda concentra-se na dívida mobiliária federal. Na última subseção, é destacado o papel dos títulos públicos e da forma de atuação do Banco Central no desenvolvimento das quase-moedas.

3.2.1. As instituições financeiras e o encurtamento dos prazos contratuais

A partir de 1974, com o crescimento inflacionário, foi clara a tendência no sentido da redução dos prazos de operação das instituições financeiras. Duas foram as formas de manifestação desse movimento. A primeira delas foi a reação das próprias instituições, por meio de uma série de mecanismos, no sentido do oferecimento ao público de haveres com menores prazos de vencimento. A segunda foi o próprio conjunto de normas do sistema financeiro tendo de se adaptar às exigências de maior liquidez por parte dos aplicadores. A norma surge como resposta às novas exigências dos agentes e às inovações que o próprio sistema financeiro vai desenvolvendo em função das modificações do contexto econômico. Em última análise, o sistema regulatório sanciona *ex post* alterações já desenvolvidas ou demandadas na economia. Os prazos mínimos dos depósitos a prazo fixo e das letras de câmbio pré-fixados são apresentados no Quadro 1.

Nesta subseção, definiu-se uma divisão, de alguma forma arbitrária, em três períodos no que se refere ao processo de encurtamento dos prazos contratuais. Posteriormente a essa divisão é

que os seus prazos, como tendência, acompanharam o movimento dos prazos da captação.

QUADRO 1

EVOLUÇÃO DOS PRAZOS MÍNIMOS DE VENCIMENTO DOS DEPÓSITOS A PRAZO
FIXO E DAS LETRAS DE CÂMBIO PRÉ-FIXADOS - 1966-1989

| Período | Dep. a prazo fixo (1) | | Letras de câmbio | |
|-------------------|-----------------------------------|----------------------|------------------|----------------------|
| | Prazo mínimo | Base normativa | Prazo mínimo | Base normativa |
| jul./66 - dez./68 | 180 dias | Res.31 e Res.45 | 6 meses | Res.32 Res.45 |
| dez./68 - abr./75 | 6 m., s/CD 12 m., c/CD | Res.104 e Res.105 | não alterado | |
| abr./75 - abr./76 | 180 dias | Res.322 | não alterado | |
| abr./76 - fev./78 | 90 d., c/CD 60 d., s/CD (2) | Res.367 | 90 dias | Res.367 |
| fev./78 - abr./79 | 180 dias | Res.461 | 180 dias | Res.461 |
| abr./79 - set./79 | 360 dias | Res.530 | não alterado | |
| set./79 - jan./84 | 180 dias | Res.566 | não alterado | |
| jan./84 - ago./84 | 90 dias (3) | Res.894 | não alterado | |
| ago./84 - jun./85 | 180 dias | Res.941 | não alterado | |
| jun./85 - fev./86 | 90 dias | Res.1019 Res.1085 | 90 dias | Res.1019 Res.1085 |
| fev./86 - maio/89 | 60 dias | Res.1102 | 60 dias | Res.1102 |
| maio/89 - | 30 dias | Circ.1484 | 30 dias | Circ.1484 |

FONTE: BACEN.

- (1) Depósitos a prazo fixo de bancos comerciais e de investimento. A partir da Res. 941, os prazos dos DPFs dos bancos de desenvolvimento sempre se igualam aos dos bancos comerciais e de investimento.
- (2) Deps. com prazo inferior a 180 dias não podem superar a 20% do total. Depois, reduzido para 10% (Res. 431, de 23/06/77).
- (3) Deps. com prazo inferior a 180 dias não podem superar a 30% do total.

analisado em separado o comportamento dos prazos dos haveres privados indexados.

3.2.1.1. O desenvolvimento das cartas de recompra e as primeiras reduções dos prazos formais: 1974-1979

O sistema financeiro operava, até o início da década de 70, com prazos relativamente elevados se comparados com os desdobramentos posteriores. As reformas de meados dos anos 60 haviam propiciado o desenvolvimento de operações de médio e longo termos.¹¹ Embora não se constituísse um circuito voluntário captação-aplicação de longo prazo, pelo menos um volume grande de operações concentrava-se no médio prazo, concebido aqui como sendo de no mínimo seis meses.¹²

Contudo os prazos contratuais iniciaram um processo de encurtamento a partir do crescimento da taxa de inflação em 1974. Como analisado no capítulo dois, a conseqüente maior preferência por haveres indexados trouxe problemas no circuito financeiro, criando dificuldades de liquidez para as instituições que operavam com captação baseada em taxas de juros pré-fixadas. Entretanto, na

¹¹ Tal fato manifestou-se mediante o acentuado crescimento dos ativos financeiros não-monetários e das operações de financiamento imobiliário e de compra de bens de consumo duráveis. Em termos reais, os haveres financeiros não-monetários cresceram, em média, 44,0% a.a. no período 1967-1973, ao passo que os haveres monetários expandiram-se a 14,1% a.a. Esses últimos representavam 80,3% do total dos haveres financeiros em 1966, enquanto que em 1973 a sua participação era de 44,3%. Se, em 1966, o SFH compunha 1,2% do total dos saldos de empréstimo do sistema financeiro ao setor privado, em 1973, essa participação era de 16,2%. No mesmo período, as financeiras ampliaram sua participação de 11,0% para 15,1%, e os bancos de investimento, de 1,4% para 12,7% (Bol. BACEN, 1980, p.2-9).

¹² Associado a essas operações, estava, em larga escala, o grande crescimento do setor que produzia bens de consumo duráveis. Constituiu-se no setor que apresentou a maior taxa de crescimento no período 1967-1973, uma média de 23,6% a.a. (Serra, 1984, p.58).

segunda metade dos anos 70, a principal forma encontrada por essas instituições, para conseguir manter a captação, foi a diminuição dos prazos dos haveres, reduzindo, assim, a taxa de incerteza do rendimento desses papéis. Como salienta Silva (1979, p.100-101), a liberação das taxas de juros em 1976 e seus valores acima da inflação não evitaram o estreitamento dos prazos. Desse modo, tornou-se claro que a principal demanda era pela redução da incerteza associada aos rendimentos reais dos ativos. Nos anos de 1977 e 1978, a captação não-indexada alcançou ainda razoável impulso, mantendo essas instituições à margem das operações pós-fixadas.

A redução dos prazos contratuais teve duas expressões nesse período. A primeira e principal delas foi o desenvolvimento das chamadas cartas de recompra, além da utilização de títulos de prazo já decorrido. A segunda refere-se à diminuição dos prazos formais dos diferentes papéis oferecidos.

O desenvolvimento das cartas de recompra foi bastante intenso durante a década de 70.¹³ Essas operações eram realizadas tanto entre as instituições financeiras como também com agentes não-financeiros. Nesse último caso, as instituições comprometiam-se a recomprar, normalmente com data e taxas pré-estabelecidas, os papéis adquiridos pelo público. Proporcionava-se assim um prazo de aplicação bastante inferior ao do vencimento do título.¹⁴

¹³ Tais operações já se verificavam na década anterior (Rel. BACEN, 1970, p.101).

¹⁴ "In such a transaction the repurchase letter was the true financial instrument, and the security ostensibly sold and repurchased served in effect as collateral" (Baer, Beckerman, 1980, p.689).

Os riscos associados a esse tipo de operação tornaram-se evidentes.¹⁵ O Banco Central então procurou disciplinar as operações a preço fixo mediante a Resolução nº 366, de 09/04/76. Por meio dessa norma, estabeleceram-se limites máximos para essas operações, requisitos mínimos de capital e restrições de papéis que poderiam ser objeto de acordo de recompra. Entre instituições financeiras, poderiam ser utilizados quaisquer papéis, mas nas transações com o público restringiu-se às LTNs, permitindo-se, em 1977, o uso das ORTNs e dos títulos estaduais e municipais quando envolvesse pessoa jurídica não-financeira.¹⁶

Por intermédio dessas operações chamadas de compromissadas, as instituições financeiras financiavam, no curto e curtíssimo prazos, aplicações em títulos públicos de prazo de vencimento muito superior. Pela Tabela 5, mais de 70% dos acordos de recompra a preço fixo eram realizados com vencimento de até sete dias. Pre-

¹⁵ "Na crise do Open de fins de 1975 existiam pequenos intermediários financeiros com compromissos de recompra de até mil vezes seu patrimônio líquido" (Barros, 1993, p.9). Essas instituições tornavam-se bastante expostas a alterações nas taxas de juros, pois "com a elevação contínua do custo do financiamento de carteira, ao lado da existência de elevado volume de cartas de recompra de letras de câmbio, certificados de depósitos e outros papéis, com taxas de juros predeterminadas, que 'carregavam' substancial quantidade de papéis com menor grau de liquidez do que as LTN, encontraram dificuldades em honrar seus compromissos" (Rel. BACEN, 1976, p.174-175).

¹⁶ Res. nº 423, de 19/04/77. Posteriormente, em 1981, permitiu-se ainda que as operações de recompra a preço fixo com ORTN fossem realizadas com pessoas físicas (Res. nº 693, de 17/06/81). Alguns autores alertam ainda para a realização de operações compromissadas em desacordo com as normas vigentes, formando um "open paralelo". Esse é o "mercado de títulos privados e de títulos públicos fora do SELIC, onde o cheque ADM (...) é o meio de pagamento mais comum, as operações se fecham com recompra verbal, com lastro fictício (a descoberto) ou até com lastro frio (com títulos de emissão não contabilizada, isto é, sem contrapartida), as notas de venda/recompra emitem-se nominativas ou ao portador ..." (Chiesa, 1983, p.67).

sume-se ainda que as operações *overnight* constituíam maioria nesse grupo (Moura, 1979, p.512).¹⁷

TABELA 5

PARTICIPAÇÃO POR PRAZO DE VENCIMENTO NOS
ACORDOS DE RECOMPRA A PREÇO FIXO (1) - mar./1977/dez./1988
(em %)

| Discriminação | 1977 | | | | 1978 | |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | Mar | Jun | Set | Dez | Jun | Dez |
| Total | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |
| até 7 dias | 81,8 | 81,3 | 76,2 | 73,6 | 69,7 | 70,6 |
| de 8 a 15 dias | 10,1 | 9,0 | 6,4 | 7,2 | 6,5 | 10,4 |
| de 16 a 30 dias | 4,4 | 6,0 | 8,7 | 10,1 | 11,2 | 9,4 |
| de 31 a 60 dias | 2,0 | 1,3 | 5,9 | 7,0 | 7,6 | 4,9 |
| mais de 60 dias | 1,7 | 2,3 | 2,8 | 2,2 | 4,9 | 4,6 |

FONTE DOS DADOS BRUTOS: Rel. BACEN (1979).
(1) Disciplinados pela Res. 366, de 09/04/76.

Como expressão da predominância das operações *overnight* no financiamento das posições de LTN, esse papel apresentava, nesse período, uma rotatividade bastante intensa. A partir de 1976, o coeficiente de rotatividade não foi inferior à casa dos dois dias, isto é, as LTNs eram integralmente transferidas de tomador a cada

¹⁷ O crescimento da participação das operações de maior prazo apresentado na tabela deveu-se a mudanças na tributação, que ampliaram o prazo máximo sujeito à tributação de 30 para 60 dias em 1977 e para 90 dias em 1978 (Rel. BACEN, 1979, p.141).

dois dias (Tabela 6). Apresentavam, conseqüentemente, um giro maior do que o dos próprios depósitos à vista.¹⁸

TABELA 6

MERCADO SECUNDÁRIO DE LTN:
COEFICIENTE DE ROTATIVIDADE EM DIAS - 1972-1981

| Período | Coefficiente de rotatividade em dias (1) |
|---------|--|
| 1972 | 8,08 |
| 1973 | 13,75 |
| 1974 | 2,96 |
| 1975 | 7,75 |
| 1976 | 2,14 |
| 1977 | 1,89 |
| 1978 | 1,94 |
| 1979 | 2,13 |
| 1980 | 2,08 |
| 1981 | 1,03 |

FONTE: CONJUNTURA ECONÔMICA (1983). v.37, n.2, fev.

(1) Resulta da razão entre duas vezes a dívida total em LTN e as transações totais por dia.

Quanto ao prazo mínimo dos haveres financeiros, ocorreu algum decréscimo, embora não muito significativo. Em 1975, os depósitos a prazo fixo com emissão de certificado tiveram seu vencimento mínimo reduzido de 12 meses para 180 dias, nas mesmas condições, portanto, do que no caso de não emissão.¹⁹ O decréscimo principal

¹⁸ Medido pelo volume de cheques compensados, a rotatividade média dos depósitos à vista estava em torno de seis dias (Haddad, 1985, p.36).

¹⁹ Não se dispõe de dados sobre o prazo médio dos depósitos a prazo fixo. Pelas Res. nos 104 e 105. de 10/12/68, o prazo mínimo dos depósitos a

ocorreu no ano seguinte, quando a Resolução nº 366 vedou as operações a preço fixo com DPFs e LCs realizadas com entidades não-financeiras. Como forma de atenuar o impacto dessa medida, permitiu-se uma diminuição dos prazos mínimos dessas aplicações.²⁰ Os prazos dos DPFs reduziram-se para 90 dias quando com emissão de certificado e para 60 dias no caso de não emissão.²¹ As letras de câmbio, por sua vez, de um prazo mínimo de seis meses,²² passaram para 90 dias.²³ Claramente aqui o Banco Central surge sancionando o processo de encurtamento já desenvolvido pelas instituições financeiras, atendendo assim às demandas do sistema.

No entanto, em 1978, retomou-se o prazo mínimo de 180 dias, tanto para os DPFs como para as LCs.²⁴ Tal ampliação fez parte de um conjunto de medidas com o objetivo de estimular a captação dos depósitos de poupança em virtude do maior crescimento dos haveres pré-fixados (Rel. BACEN, 1979, p.90). Em 1979, por cinco meses, ainda almejando desestimular as aplicações em DPFs, dentro de uma política monetária mais apertada, ampliou-se o vencimento desses papéis para 360 dias. No segundo semestre do mesmo ano, com a re-

prazo fixo dos bancos comerciais e de investimento era de seis meses quando não se emitiam certificado e de 12 meses quando com emissão. A Res. nº 322, de 15/04/75, unificou ambos os casos com o prazo de 180 dias.

²⁰ Res. nº 367, de 09/04/76.

²¹ Entretanto os depósitos a prazo fixo com prazo inferior a 180 dias não poderiam superar 20% do total dos depósitos a prazo fixo. Em 1977, esse percentual caiu para 10% (Res. nº 431, de 23/06/77).

²² Estabelecido pela Res. nº 32, de 30/07/66, e confirmado pela Res. nº 45, de 30/12/66.

²³ Desde que com lastro em financiamento a prazo inferior a 180 dias.

²⁴ Res. nº 461, de 23/02/78.

versão do sentido da política monetária e a dificuldade existente para captação a esse prazo, retornou-se aos 180 dias.²⁵

Portanto, a redução verificada nos prazos formais dos DPFs e das LCs não foi muito significativa. O destaque ficou com a diminuição dos vencimentos dos CDBs para 180 dias e, durante dois anos, dos prazos de captação dos DPFs e LCs para 60 e 90 dias, embora com certos limites. A volta de prazos maiores em 1978 ocorreu em função da busca de um melhor equilíbrio no mercado financeiro. Ao final dos anos 70, os vencimentos mínimos concentravam-se em 180 dias.

Do ângulo das operações ativas do sistema financeiro, os bancos de investimento tiveram o prazo mínimo de seus empréstimos reduzido de um ano²⁶ para seis meses em 1975.²⁷ Da mesma forma, as operações de repasse via Res. nº 63, dos bancos de investimento e do BNDE, tiveram seu prazo mínimo diminuído de um ano para seis meses.²⁸ Embora não se disponha de dados sobre o prazo médio das operações de crédito do sistema financeiro, pode-se supor, considerando apenas as entidades privadas - exclusive as integrantes do SFH -, que ocorreu alguma redução nos prazos dos empréstimos - que

²⁵ A ampliação foi estabelecida pela Res. nº 530, de 18/04/79, que também determinou que os CDBs, no caso dos bancos comerciais, somente poderiam ser renovados, não podendo serem feitas novas emissões. A Res. nº 566, de 20/09/79, retomou o prazo de 180 dias, mas manteve a limitação quanto a novas emissões.

²⁶ Estabelecido pela Res. nº 18, de 18/02/66, que regulamentou a constituição dos bancos de investimento, criados pela Lei nº 4.728/65. No caso de operações de aceites cambiais dessas instituições, o prazo deveria ser entre 12 e 24 meses.

²⁷ Res. nº 322, de 15/04/75, a qual foi revogada pela Res. nº 367, de 09/04/76, mas que manteve o prazo mínimo em 180 dias.

²⁸ Igualando-se ao prazo mínimo de repasse definido para os bancos comerciais (Circ. nº 274, de 22/10/75). Admitia-se ainda prazos menores apenas com o objetivo de possibilitar a compatibilização dos vencimentos internos e externos (Circ. nº 180, de 20/02/72).

não de repasses - dessas entidades como contrapartida de algum encurtamento do passivo do sistema.²⁹ O decréscimo nos prazos do período, de outra parte, foi acompanhado pela acentuada diminuição no ritmo de expansão dos investimentos na economia³⁰ e, por conseguinte, da demanda de crédito de longo prazo.

3.2.1.2. O grande desenvolvimento das operações *overnight* e a convergência para o curto prazo: 1980-1985

O crescimento da inflação, a partir de 1979, impulsionou a preferência por aplicações de curto ou curtíssimo prazos. O sistema financeiro adaptou-se às novas condições inflacionárias desenvolvendo o chamado "dinheiro financeiro", isto é, as quase-moedas. De um lado, o ajuste financeiro realizado pelas empresas privadas não-financeiras ampliou o volume de recursos ociosos à espera da valorização na órbita financeira.³¹ E essa riqueza não-monetária procurava refugiar-se no curto prazo. Intensificaram-se assim as aplicações no *overnight*, as quais também foram estimuladas pela falta de credibilidade da correção monetária (Barros, 1993, p.8). Por outro lado, o M1, como proporção do PIB, que já havia começado trajetória descendente nos anos 70, apresentou grande redução (Gráfico 5). As quase-moedas garantiam a função de reserva de va-

²⁹ Por outro lado, do ponto de vista da participação das entidades nos saldos de empréstimo do sistema financeiro ao setor privado, ocorreu um aumento das de financiamento de longo prazo. O SFH ampliou de 16,2%, em 1973, para 22,8% em 1979, e o saldo bruto do BNDE passou de 4,4% para 12,2%. De outra parte, reduziu-se a participação dos bancos de investimento (de 12,7% para 10,6%) e das financeiras (de 15,1% para 6,9%) (Bol. BACEN, 1980, p.2-9).

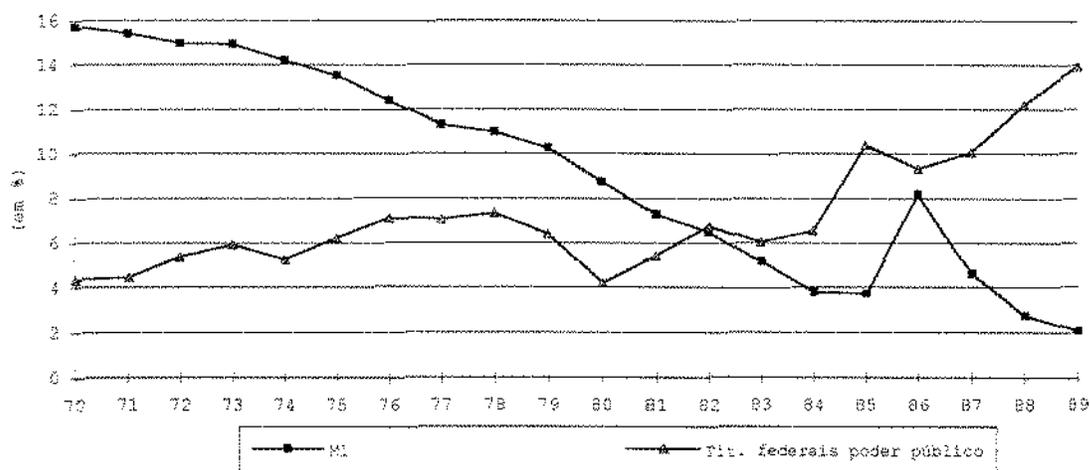
³⁰ Enquanto a variação anual da formação bruta de capital fixo no Brasil foi em média 17,7% em 1970-1973, em 1974-1976 passou para 10,0% e em 1977-1980 caiu para 4,1% (Carneiro, 1991, p.31).

³¹ Ver Almeida (1988).

lor, perdida pela moeda meio de pagamento, ao mesmo tempo que ofereciam uma altíssima liquidez.

GRÁFICO 5

EVOLUÇÃO DO M1 E DOS TÍTULOS FEDERAIS EM PODER DO PÚBLICO EM RELAÇÃO AO PIB - 1970-1989



FONTE: Rel. BACEN (1990).

NOTA: Média dos últimos doze meses, utilizando-se a posição de final de período.

Como contrapartida do desenvolvimento das quase-moedas, os títulos públicos federais em poder do público ampliaram sua participação no total dos haveres financeiros não-monetários de 25,1%, em dezembro de 1979, para 37,4% no final de 1985 (Gráfico 6).³² O estoque dessa dívida, após decréscimo, em termos reais, em 1980, acumulou, entre 1981 e 1985, apesar de redução em 1983,³³ um au-

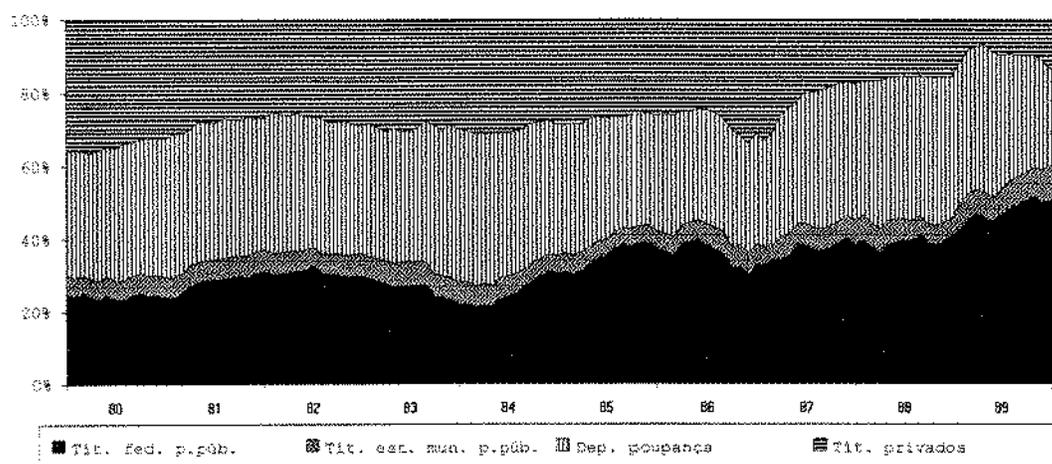
³² Esse crescimento foi favorecido também por algumas medidas institucionais que aumentaram o espaço dos títulos públicos (Rel. BACEN, 1985, p.51-52).

³³ Em 1983, contribuíram para a queda do valor da dívida pública mobiliária a subcorreção da indexação e a própria contabilização do valor da dívida em ORTN de cinco anos considerando a correção monetária e não a correção cambial, a qual, com a maxidesvalorização do início do ano, apresentou um valor bastante superior.

mento real de 216,4% - média anual de 25,9% (Gráfico 7). Como proporção do PIB, ela atingiu 10,4% no final de 1985, em movimento inverso ao dos meios de pagamento no seu conceito mais restrito (Gráfico 5).

GRÁFICO 6

COMPOSIÇÃO DOS HAVERES FINANCEIROS NÃO-MONETÁRIOS
- DEZ./1979-FEV./1990



FONTE: Bol. BACEN (1993). v.29, n.9, set.

NOTA: Os tít. privados incluem DPFs, LCs e letras hipotecárias.

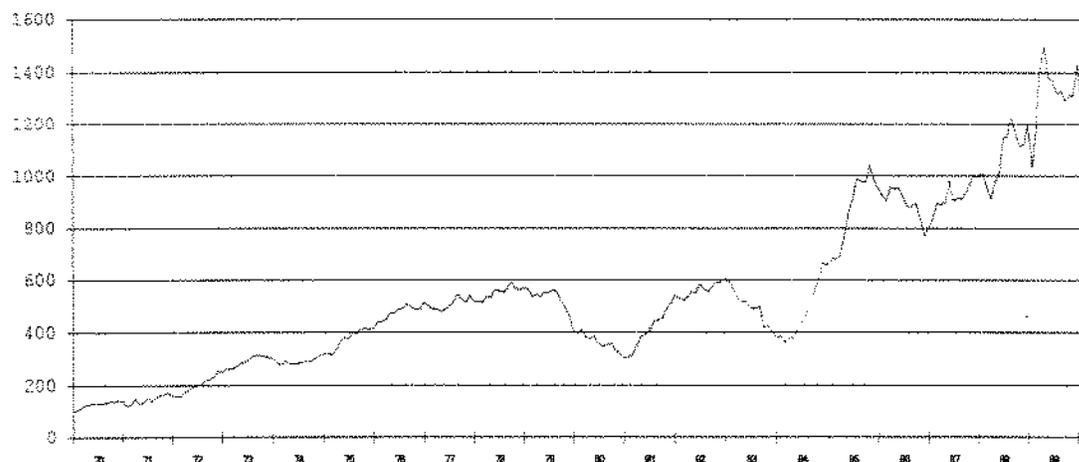
Os depósitos a prazo fixo mantiveram, até início de 1984, o vencimento mínimo de 180 dias. A pressão pela redução do prazo foi atenuada pela obrigatoriedade do uso de indexação a partir de agosto de 1982. Porém, em janeiro de 1984, simultaneamente à permissão da volta dos pré-fixados, reduziu-se o vencimento mínimo para 90 dias.³⁴ Esse prazo foi aumentado para 180 dias em agosto do

³⁴ Res. nº 894, de 13/01/84, a qual refere-se aos DPFs dos bancos comerciais e de investimento e condiciona que os com prazo inferior a 180 dias não poderiam ultrapassar a 30% do total dos DPFs. Os dos bancos de desenvolvimento, cujo prazo havia passado para 12 meses pela Res. nº 676, de 21/01/81, tiveram seu prazo mínimo reduzido para 180 dias.

mesmo ano³⁵ para ampliar o espaço dos títulos públicos federais dentro da política monetária de minimizar o impacto expansionista do resultado do balanço de pagamentos (Rel. BACEN, 1985, p.51). Em junho de 1985, porém, retornou-se aos 90 dias.³⁶ As letras de câmbio acompanharam essa última diminuição dos prazos dos DPFs, passando de 180 para 90 dias. O prazo mínimo das operações de crédito dos bancos de investimento também decresceu para 90 dias em 1984.³⁷ Novamente o sistema normativo teve de render-se à realidade do mercado.

GRÁFICO 7

EVOLUÇÃO DO VALOR REAL DA DÍVIDA MOBILIÁRIA
FEDERAL FORA DO BACEN - JAN./1970-MAR./1990



FONTE: Bol. BACEN (1993). v.29, n.11, nov.

NOTAS: 1. Os dados têm como base dez./1969 = 100.
2. Deflator: IGP-DI.

³⁵ Res. nº 941, de 21/08/84.

³⁶ Res. nº 1.019, de 05/06/85, e depois pela Res. nº 1.085, de 30/01/86.

³⁷ Primeiro pela Circ. nº 842, de 19/01/84, e depois pela Res. nº 912, de 05/04/84.

Portanto, a primeira metade da década de 80 fez convergir as operações para o curto e curtíssimo prazos. As aplicações no *overnight* expandiram-se significativamente. O prazo mínimo dos DPFs e LCs, de 180 dias no início do decênio, estava reduzido para 90 dias. Nesse período ainda, os depósitos de poupança passaram a ter rendimento creditado mensalmente. Paradoxalmente, nesses anos, a indexação generalizou-se pelo sistema financeiro. Assim, a inserção da indexação nas instituições financeiras privadas ocorreu inicialmente em operações de médio prazo e não conseguiu evitar que, ao final do período, o prazo dos haveres estivesse no curto prazo.

3.2.1.3. A completa generalização das quase-moedas e a polarização da riqueza financeira no curtíssimo prazo: 1986-1990

O Plano Cruzado tentou alongar, em alguma medida, os prazos contratuais. Uma das tentativas, no âmbito dos contratos privados, foi a introdução da possibilidade de operações a taxa de juros flutuantes com vencimento mínimo de 180 dias e prazo mínimo para alteração da taxa de juros de 60 dias.³⁸ Essas operações não chegaram a se desenvolver (Ogasavara, 1986, 1987). A reaceleração inflacionária, no período seguinte, trouxe um agravamento da taxa de incerteza associada aos rendimentos reais futuros dos haveres e aumentou sobremaneira o custo de retenção da moeda não-remunerada. A preferência pela liquidez foi aguçada ainda pela formação do risco dos "choques econômicos"³⁹ e, em 1989, pela incerteza envol-

³⁸ Res. nº 1.143, de 26/06/86, e Circ. nº 1.047, de 09/07/86.

³⁹ "The attempts to stop inertial inflation through a break with past rules as happened in the second half of the eighties (...) gives rise to another element in the behavior of economic agents which has an

vida com as eleições presidenciais e pela percepção de insustentabilidade financeira do setor público. A segunda metade da década de 80 foi marcada pelo sofisticamento dos instrumentos oferecidos que desempenhavam a dupla função de desagoadouro da preferência absoluta pela liquidez e da fuga da moeda que "queima".⁴⁰

A generalização das quase-moedas consubstanciou-se com a constituição dos Fundos de Aplicações de Curto Prazo no último trimestre de 1986,⁴¹ tornando acessível a aplicação, por um dia, de pequenos valores. Permitia-se o acesso de significativa parcela do público que não possuía condições de aplicação no *overnight*. Representou a "popularização" do *overnight*. Qualquer pessoa que tivesse conta bancária poderia, dentro de limites bem acessíveis, fugir à corrosão inflacionária.⁴²

Os depósitos a prazo fixo e as letras de câmbio convergiram para um período mínimo de vencimento de 30 dias. Em 1986, o prazo de ambos foi reduzido de 90 para 60 dias, desde que pré-fixados.⁴³ Durante a segunda metade da década de 80, não houve nenhum aumento dos prazos mínimos dos haveres pré-fixados. Em 1989, os DPFs e LCs

important bearing on the working of the financial system: the uncertainty about the rules" (Carneiro, Werneck, Garcia, 1993, p.31).

⁴⁰ As operações compromissadas também passaram a ser mais transparentes, pois deixaram de ser contabilizadas em contas de compensação para o serem em contas patrimoniais (Res. nº 1.088, de 30/01/86).

⁴¹ Res. nº 1.199, de 10/10/86.

⁴² "O crescimento dos fundos de curto prazo e a concorrência entre as instituições que os administravam acabou transformando-os de fato em aplicações no *overnight*, com boa parte dos bancos aceitando liberar os recursos no mesmo dia da solicitação (...) Da mesma forma, generalizaram-se as contas remuneradas ..." (Carvalho, 1992, p.169). Por outro lado, boa parcela da população brasileira ainda permaneceu fora desse tipo de aplicação em virtude de sua inserção, no máximo, marginal no sistema financeiro.

⁴³ Res nº 1.102, de 28/02/86.

não-indexados passaram a ter no mínimo 30 dias.⁴⁴ Assim, os anos 80 terminaram com todas as aplicações pré-fixadas possuindo vencimento mínimo não superior a 30 dias.

Importante inovação no período foi a legalidade da "emissão de CDB por um banco e seu financiamento diário em *overnight* (mercado ADM) pelo próprio emissor" (Carvalho, 1992, p.138-139).⁴⁵ Mediante o *overnight* com lastro em títulos privados - CDB ou LC -, as instituições financeiras financiavam no curtíssimo prazo sua carteira de empréstimo. Como salienta Carvalho: "boa parte dos CDB emitidos normalmente não são títulos com maturidade de vencimento igual ao prazo mínimo legal, mas sim com prazo diário, como os títulos federais" (Carvalho, 1992, p.200). Assim, além de terem seus prazos formais reduzidos, parcela dos haveres financeiros não-monetários privados também passou a se constituir em quase-moeda.

De qualquer forma, como contrapartida da expansão das quase-moedas, aumentou a participação dos títulos públicos nos haveres financeiros não-monetários, principalmente em 1989.⁴⁶ Os títulos federais em poder do público passaram de 37,4%, no final de 1985, para 50,7% em dezembro de 1989. Os títulos públicos estaduais e municipais também ampliaram sua participação: de 4,8% para 9,7%. De outra parte, os títulos privados - considerados aqui os DPFs, LCs e letras hipotecárias - passaram de 26,3% para 13,1%. As ope-

⁴⁴ Circ. nº 1.484, de 17/05/89.

⁴⁵ Outra inovação foi a criação dos certificados de depósitos interfinanceiros (CDI) pela Res. nº 1.102, de 28/02/86.

⁴⁶ De igual modo, "as loans declined from mid seventies to the eighties, income from financial intermediation derived more and more from the supply of indexed financial assets to the public backed by government bonds" (Carneiro, Werneck, Garcia, p.10).

rações de crédito, por sua vez, também convergiram para o curto e curtíssimo prazos. No que se refere aos prazos mínimos, o financiamento de capital de giro para pessoa jurídica realizado pelas financeiras e as operações de crédito dos bancos de investimento tiveram reduzido de 90 para 60 dias em 1986 e para 30 dias em 1989.⁴⁷

Não se analisam aqui as implicações sobre a estrutura financeira das entidades não-financeiras, mas pode-se inferir que as unidades endividadas tenderam a transformar-se em *speculative* ou, mesmo, *Ponzi*.⁴⁸ De outra parte, o volume de investimentos reduziu-se ao longo da década de 80. À exceção de 1985 e 1986, em todos os outros anos houve redução ou crescimento muito pequeno da formação bruta de capital fixo.⁴⁹

A segunda metade dos anos 80, portanto, marca o desenvolvimento máximo das quase-moedas, que representavam, na verdade, verdadeiros "depósitos à vista remunerados":

"Não se trata mais da antiga figura da carta de recompra em cima de títulos públicos, marca da segunda metade dos anos 70, mas sim de um sistema de depósitos à vista, com remuneração igual à taxa do Over" (Barros, 1993, p.10).

Torna-se claro que a indexação, embora garanta a vigência de contratos com prazos superiores aos não-indexados, não consegue

⁴⁷ Res. nº 1.113, de 19/03/86, e Res. nº 1.606, de 17/05/89.

⁴⁸ Uma das expressões dessa fragilização ocorreu em 1986, quando as empresas de menor porte haviam tomado grande volume de empréstimos, mas ainda a prazos curtos, o que exigia elevado refinanciamento de curto prazo. A subida da taxa de inflação e a redução dos depósitos à vista deterioraram as condições financeiras dos tomadores de empréstimo (Rel. BACEN, 1988, p.44).

⁴⁹ A média anual de crescimento da formação bruta de capital fixo entre 1981 e 1989 foi de -1,4% (Carneiro, 1991, p.87).

evitar o encurtamento dos prazos em condições da alta inflação. Se as taxas inflacionárias assumem determinados valores e trajetória, acompanhadas normalmente de um contexto mais geral de acentuada incerteza, a preferência pela liquidez impõe-se. Nesse sentido, as quase-moedas são resultado de todo um processo de adequação do sistema financeiro às exigências impostas por cada novo contexto econômico:

"Não foi um processo deliberado de gestão monetária o que conduziu à 'moeda indexada'. De um ponto de vista, podemos entendê-lo como um desvirtuamento do sistema de indexação introduzido pelas reformas de meados dos anos 60, que tinham como propósito regularizar os contratos e permitir a ampliação da intermediação financeira em uma economia cronicamente inflacionária. Mas foi a própria concorrência privada que requereu o 'dinheiro financeiro' de emissão ou de garantia do setor público ..." (Belluzzo, Almeida, 1990, p.66-67).

Por outro lado, as normas que regulam o sistema financeiro tiveram de se adaptar ao crescimento da preferência pela liquidez de modo a garantir certo fluxo total de rendimentos - incluídos os rendimentos não-monetários - para os haveres financeiros. A possibilidade institucional de captação no curtíssimo prazo foi ampliada de duas formas: pela constituição dos fundos de aplicação de curto prazo e pela possibilidade do financiamento diário dos CDBs pelo próprio banco emissor.

Quanto aos prazos mínimos de vencimento dos DPFs e LCs, a tendência ao encurtamento, desde a década de 70, somente foi interrompida, por alguns períodos, tendo em vista dois objetivos. O primeiro foi a aplicação de uma política monetária mais restritiva. Tal foi o caso em meados de 1979. O outro objetivo foi redu-

zir o fluxo total de rendimento desses haveres para incrementar a captação de outros papéis. Essa foi a experiência de 1978, procurando-se estimular os depósitos de poupança, e de agosto/1984-junho/1985, quando se necessitava ampliar a colocação de títulos públicos para neutralizar o forte efeito de expansão monetária do resultado do balanço de pagamentos. Mas, a partir de meados dos anos 80, os reduzidos prazos mínimos - 60 e depois 30 dias - consolidaram-se na economia, haja vista que nenhum programa de estabilização desse período diminuiu o prazo das aplicações pré-fixadas.

3.2.1.4. A redução dos prazos dos contratos indexados

A redução dos prazos contratuais não se restringiu aos pré-fixados, mas abarcou também os que se utilizavam de mecanismos indexatórios. Tal fato prende-se a dois motivos. O primeiro é o referido crescimento da preferência pela liquidez, levando os detentores de riqueza a buscarem prazos de aplicação mais exíguos. O segundo deles é a própria desconfiança sobre a capacidade do indexador de garantir a preservação do valor real da riqueza. Como é analisado no capítulo posterior, esse risco indexador tem origem tanto em fatores técnicos - relativos à capacidade de medir e acompanhar as voláteis taxas de inflação - como nas diversas alterações empreendidas pelo governo que desvirtuaram o sistema indexatório. Inicialmente, analisam-se os prazos mínimos determinados para os depósitos a prazo fixo e letras de câmbio indexados, e após trata-se dos depósitos de poupança.

Normalmente, os prazos mínimos dos DPFs e LCs indexados eram superiores ao dos pré-fixados, mas, em geral, acompanharam o movimento desses últimos, tendendo inclusive a se aproximar ou mesmo a igualar-se. Os depósitos a prazo fixo e as letras de câmbio, em 1974, somente poderiam incluir correção monetária se detivessem prazo superior a 24 meses.⁵⁰ No caso das letras de câmbio, no mesmo ano, estabeleceu-se a possibilidade de indexação com prazo de um ano,⁵¹ como parte das normas obrigando ao uso da correção monetária ou de sistema misto para as operações de crédito das financeiras de prazo superior a 24 meses. Em 1976, já se admitia indexação com prazo de 360 dias também para os DPFs⁵², no mesmo momento que se diminuiu o prazo dos pré-fixados. Em 1981, o prazo mínimo dos DPFs e LCs pós-fixados reduziu-se a 180 dias,⁵³ equivalente, assim, ao dos não-indexados que estava em vigor desde setembro de 1979.

A redução dos prazos não se interrompeu. No início de 1984, os DPFs com 90 dias também poderiam ser indexados,⁵⁴ mas, em agosto, o prazo mínimo de todos os DPFs elevou-se para 180 dias.⁵⁵ Em janeiro de 1986, permitiu-se, tanto para os DPFs, como para as

⁵⁰ Res. nº 286, de 03/05/74. Na verdade, o uso da indexação era obrigatório para prazo superior a 24 meses. A exceção foi feita pela Res. nº 322, de 15/04/75, e depois pela Res. nº 324, 30/05/75, que admitia captação com taxa pré-fixada de até 36 meses quando para financiamento de compra de máquinas e equipamentos novos de produção nacional ou de veículos fabricados no país.

⁵¹ Circ. nº 233, de 24/10/74.

⁵² Res. nº 367, de 09/04/76, renovada pela Res. nº 530, de 18/04/79. No caso de aplicações com mais de 720 dias, continuava obrigatório o uso da correção monetária.

⁵³ Res. nº 703, de 26/08/81. Em 1982, como visto no capítulo dois, foi determinado ainda que todos os DPFs deveriam ser indexados (Res. nº 752, de 12/08/82), sendo revogado no início de 1984 (Res. nº 894, de 13/01/84).

⁵⁴ Res. nº 894, de 13/01/84. Também deixou de existir obrigatoriedade para o uso de indexação para qualquer prazo.

⁵⁵ Res. nº 941, de 21/08/84. No caso dos pré-fixados, retornou-se a 90 dias em junho de 1985 (Res. nº 1.019, de 05/06/85).

LCs, a indexação para papéis de 90 dias,⁵⁶ mas que logo foi obstada pelo Plano Cruzado, que vedava cláusula de reajuste monetário.⁵⁷ O retorno da indexação para esses haveres ocorreu já em dezembro do mesmo ano. Inicialmente o prazo mínimo era de 90 dias,⁵⁸ mas logo foi reduzido para 60 dias,⁵⁹ o qual se manteve na maior parte do período em análise. O Plano Verão, no início de 1989, aumentou novamente para 90 dias,⁶⁰ mas depois retornou aos 60 dias.⁶¹

Portanto, na segunda metade dos anos 80, a redução do prazo desses haveres indexados teve sua trajetória interrompida apenas momentaneamente pelos dois programas de estabilização citados. Com o prazo mínimo de 60 dias desses papéis, a indexação está longe de funcionar como viabilizador de contratos de médio ou longo prazos.

Os depósitos de poupança, mesmo sendo necessariamente indexados, também não ficaram imunes à redução de prazos. Esse ativo possuía um rendimento creditado trimestralmente, que correspondia ao trimestre civil, e as contas novas tinham uma carência de seis meses. Os depósitos de poupança foram concebidos como um instrumento de captação acessível à "poupança popular". Porém, na década de 80, ocorreu uma alteração importante. A partir de 1983, os seus rendimentos passaram a ser creditados mensalmente, contando a par-

⁵⁶ Res. nº 1.085, de 30/01/86.

⁵⁷ Res. nº 1.114, de 19/03/86.

⁵⁸ Res. nº 1.225, de 01/12/86.

⁵⁹ Circ. nº 1.108, de 14/01/87, revigorada depois pela Res. nº 1.397, de 22/09/87 e pela Res. nº 1.422, de 27/11/87. Buscava-se aumentar a atratividade dos papéis indexados, pois considerava-se que as crescentes taxas de juros dos CDBs pré-fixados, naquele contexto, realimentavam as expectativas inflacionárias (Rel. BACEN, 1988, p.60).

⁶⁰ Medida Provisória nº 32, de 15/01/89, e Circ. nº 1.420, de 16/01/89.

⁶¹ Circ. nº 1.484, de 17/05/89, Circ. nº 1.493, de 08/06/89, e Circ. nº 1.498, de 21/06/89.

tir da data de depósito.⁶² Conseqüentemente, os depósitos de poupança tornaram-se aplicações de curto prazo.⁶³ Esses haveres passaram a integrar os ativos objetos de "especulação" por parte dos agentes.⁶⁴ Os movimentos de depósitos/retiradas das cadernetas de poupança, que financiavam aplicações de prazo bem mais extenso, causaram transtornos ao sistema financeiro ou aos objetivos da política econômica. A tentativa do Plano Cruzado de alongar o prazo dos depósitos de poupança, voltando à sistemática do rendimento trimestral,⁶⁵ teve de ser revertida a partir de janeiro de 1987.⁶⁶ Os planos posteriores tiveram o cuidado de manter o sistema de rendimento mensal.

Por conseguinte, a natureza e o comportamento dessa aplicação alterou-se. Inicialmente concebida como captadora da "poupança popular" - fluxo financeiro de comportamento não volátil, menos sensível às alterações nos rendimentos dos diferentes ativos -, a caderneta de poupança passou a se constituir numa dentre as várias

⁶² Res. BNH n.º 192/83, de 01/08/83. Foi eliminada também a carência existente (três meses para depósitos inferiores a 500 UPC e seis meses para os que excedessem esse limite). A partir de 01/01/83, já havia sido estabelecido o trimestre móvel pela Res. BNH n.º 172/82 (Rel. BACEN, 1984, p.49-50).

⁶³ Além disso, por meio da constituição de diversas cadernetas de poupança com datas diferenciadas ou mediante a mesma caderneta com várias datas-base, o aplicador construía uma estrutura temporal de depósitos/retiradas que, sob certo aspecto, fazia com que essa aplicação, no limite, convergisse para tornar-se diária.

⁶⁴ "... a partir do momento em que as cadernetas de poupança passaram a ter rendimento mensal (...), vem ocorrendo profunda modificação no perfil dos depositantes. Os poupadores tradicionais vêm perdendo participação relativa para os grandes investidores, atraídos pelos altos índices de correção monetária e pela liquidez e segurança desse tipo de investimento" (Rel. BACEN, 1986, p.44) A renda mensal nas cadernetas de poupança "praticamente as transformaram num depósito remunerado, concorrendo com os depósitos à vista, e agravando a desmonetização da economia" (Costa, 1988, p.63).

⁶⁵ Res. n.º 1.103, de 28/02/86.

⁶⁶ Res. n.º 1.236, de 30/12/86.

alternativas de aplicação de elevada liquidez, sensível conseqüentemente às avaliações voláteis dos agentes. A convergência dos haveres financeiros para o curto prazo aumentou consideravelmente a capacidade de conversão entre os ativos. Nesse processo, o papel da indexação dos depósitos de poupança também se modificou. Antes era essencialmente um mecanismo de atração de aplicações de médio prazo para gerar o *funding* necessário ao financiamento imobiliário. Na década de 80, porém, a indexação desses depósitos assumiu duas funções principais. A primeira foi garantir as aplicações nesse ativo para evitar problemas de liquidez para as carteiras imobiliárias das instituições. A segunda foi evitar que os seus saldos fossem transferidos para consumo, pois esses movimentos contrariavam a estratégia da política econômica da maior parte do período.

3.2.2. A redução dos prazos da dívida pública mobiliária federal

O comportamento dos prazos da dívida pública mobiliária federal não destoou dos demais papéis. O governo teve de responder às exigências do público para rolar e expandir a dívida, ao mesmo tempo que teve de garantir às instituições financeiras as condições necessárias para o carregamento dos títulos públicos. O encurtamento do prazo da dívida teve as mais diferentes formas: o aumento da aquisição dos papéis de menor prazo, a criação de modalidades de prazos mais reduzidos, os compromissos de recompra, etc. Ao longo do tempo, alterou-se a própria função exercida pela dívida pública.

Procedeu-se a uma divisão em seis períodos quanto ao comportamento do prazo médio dos títulos públicos federais. Nos cinco primeiros, isto é, até 1986, a dívida mobiliária federal era composta exclusivamente pelas ORTNs e LTNs. Em 1986 foram lançadas as LBCs, em 1988, as LFTs e, no ano seguinte, os BTNs.

Entretanto, a partir do desenvolvimento das cartas de recompra e principalmente das quase-moedas, os dados concernentes ao prazo médio da dívida devem ser vistos com algumas qualificações. Com as quase-moedas, a dívida funcionava, do ponto de vista do aplicador no sistema financeiro, como se possuísse o prazo de um dia, independentemente do perfil temporal dos títulos que lastreavam a operação. Por sua vez, para as instituições financeiras, o prazo de vencimento dos títulos públicos detinha algum interesse, pois envolve o maior ou menor atendimento de sua preferência pela liquidez e principalmente afeta as condições de emissão de seu passivo. Quanto mais extenso o prazo dos títulos, maior a possibilidade de descasamento com a remuneração das obrigações emitidas por essas unidades. Do ângulo do governo, o prazo médio repercute sobre o grau de sua fragilidade financeira - frequência de renovação de seu passivo - e sobre a ótica orçamentária,⁶⁷ além de ter conseqüências importantes sobre a política monetária.⁶⁸

3.2.2.1. As ORTNs como instrumento de política monetária:

1966-1971

⁶⁷ Por exemplo, o vencimento da dívida dentro de um exercício orçamentário é considerado como despesa.

⁶⁸ Com uma dívida de perfil de curto prazo, mesmo não sendo indexada, qualquer elevação da taxa de juros contamina, em pequeno espaço de tempo, todo o estoque da dívida, pois essa é renovada rapidamente. Além disso, o efeito riqueza negativo sobre os títulos em circulação, decorrente da queda do preço desses, é de menor magnitude.

As ORTNs originalmente foram concebidas para captação a prazos elevados. A sua lei de criação, nº 4.357, de 16/07/64, estipulava vencimento entre três e 20 anos. Porém logo foram autorizadas as emissões de prazo inferior: em 1965, as de um ano para serem instrumento de política monetária, e, em 1966, as de dois anos para "melhor atrair o investidor a médio prazo".⁶⁹ Assim, na falta de outro papel como instrumento de política monetária, foram crescentemente empregadas ORTNs de menor termo. Dessa forma, esses títulos apresentavam prazos inferiores ao que se poderia esperar de um papel indexado. Embora fossem emitidas com vencimentos de um, dois e cinco anos, as ORTNs de um ano dominavam no mercado até o início da década de 70, podendo ainda serem vendidas com prazo já decorrido, além de ser garantida a sua recompra por parte do Banco Central.⁷⁰ Com a crescente utilização desses papéis de um ano, o prazo médio das ORTNs em circulação reduziu-se consideravelmente, chegando a 16 meses e 11 dias no final de 1971 (Tabela 7).⁷¹

3.2.2.2. O crescimento do prazo médio: 1972-1975

Em 1970, foram criadas as LTNs, concebidas como títulos de curto e médio prazos para realizar as funções de política monetária. Constituíam-se no papel de vencimento mais curto da época,

⁶⁹ 51ª Ata, de 17/09/66, do Conselho Monetário Nacional (Obrigações ..., 1968, p.188).

⁷⁰ Era assegurada aos bancos comerciais a recompra a partir do 31º dia da aquisição no Banco Central (Circulares nº 85, de 31/03/67, e nº 116, de 11/04/68).

⁷¹ Em virtude da disponibilidade de dados, foram utilizados os dados do prazo médio dos títulos em circulação em vez dos papéis fora do Banco Central.

TABELA 7

PRAZO MÉDIO DOS TÍTULOS FEDERAIS EM CIRCULAÇÃO - 1965-1985

em meses (m) e dias (d)

| Período | ORTN | LTN | Total |
|---------|---------|--------|---------|
| 1965 | 47m 09d | --- | |
| 1966 | 24m 12d | --- | |
| 1967 | 24m 21d | --- | |
| 1968 | 24m 12d | --- | |
| 1969 | 20m 09d | --- | |
| 1970 | 17m 11d | 20d | |
| 1971 | 16m 11d | 1m 13d | |
| 1972 | 21m 23d | 2m 20d | |
| 1973 | 27m 22d | 3m 21d | 16m 24d |
| 1974 | 31m 02d | 3m 24d | 22m 18d |
| 1975 | 37m 29d | 3m 14d | 24m 22d |
| 1976 | 31m 28d | 3m 19d | 19m 05d |
| 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 22d |
| 1981 | 35m 22d | 4m 10d | 24m 16d |
| 1982 | 36m 01d | 3m 12d | 29m 20d |
| 1983 | 31m 17d | 2m 11d | 25m 29d |
| 1984 | 20m 06d | 1m 26d | 19m 01d |
| 1985 | 12m 04d | 27d | 10m 11d |

FONTE: Rel. BACEN (1975, 1981, 1983).

Séries históricas - Dívida pública (s.d.).

NOTA: Prazos em final de período.

com 91 dias de prazo,⁷² sendo ainda lançados os de 182 dias - a partir de março de 1972 - e de 365 dias - desde janeiro de 1973 -, o que fez aumentar seu prazo médio nesses anos, o qual manteve-se, no mínimo, na casa dos três meses até 1982. O mercado secundário

⁷² As emissões, iniciadas em agosto de 1970, eram de papéis de 42 dias. Mas a última emissão desses ocorreu logo em fevereiro de 1971. Em dezembro de 1970, já haviam sido introduzidas as de 91 dias (Chiesa, 1980, p.20-21).

de LTNs desenvolveu-se a ponto de torná-las realizáveis num curto espaço de tempo.⁷³

Entre 1972 e 1975, apesar do aumento da participação das LTNs no total da dívida - que passou a girar na casa dos 30% (Gráfico 8) - , o prazo médio dessa apresentou crescimento em função do forte incremento do prazo das ORTNs. Esse começou a crescer em virtude da substituição gradual das ORTNs de prazo decorrido pelas LTNs, as quais passaram a predominar nas operações de *open market*.⁷⁴ A partir de 01/02/73, foram suspensas as emissões de ORTN de um ano (Rel. BACEN, 1973, p.132),⁷⁵ passando as de cinco anos de prazo a dominar as emissões.⁷⁶

3.2.2.3. O início da pressão pelo encurtamento: 1976-1979

A partir de 1976, o prazo médio da dívida entrou em decréscimo como resultado da maior preferência do público por papéis de vencimento mais curto. De um lado, tanto as LTNs como principalmente as ORTNs apresentaram declínio nos seus prazos médios. De outra parte, as LTNs ampliaram a sua participação no total da dívida - girando em torno dos 50%. Esse aumento teve diversas razões, como a preferência por títulos de prazo mais reduzido, o favorecimento das LTNs - pelo menos inicialmente - para as operações compromissadas, as modificações na correção monetária em 1976 -

⁷³ Por exemplo, as LTNs eram usadas nas operações de troca de reservas entre os bancos por prazo de um dia.

⁷⁴ Em 1973, as LTNs respondiam por 95,7% das operações de *open market* (Rel. BACEN, 1975, p.96).

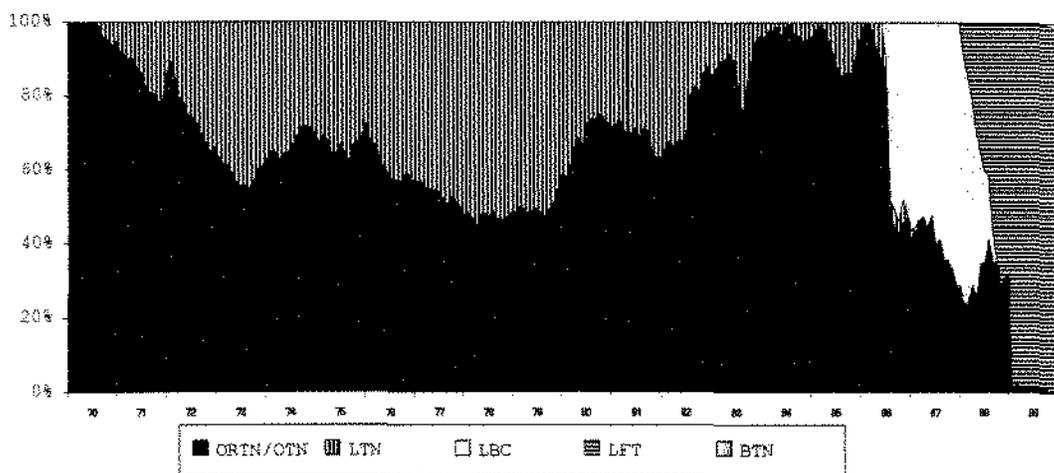
⁷⁵ O aviso GB-518, de 12/12/72, do Ministério da Fazenda, autorizou o Banco Central a "suspender a emissão de ORTN de um ano e lançar, em substituição, LTN de igual prazo" (Chiesa, 1980, p.50).

⁷⁶ Em 1975, 74,0% das colocações primárias de ORTN junto às instituições financeiras foram com as de cinco anos (Rel. BACEN, 1976, p.167).

que trouxeram perdas para o rendimento dos haveres indexados -, etc.

GRÁFICO 8

COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA MOBILIÁRIA FEDERAL FORA DO
BACEN - DEZ./1969-FEV./1990



FONTE: Bol. BACEN (1993). v.29, n.11, nov.

No âmbito das LTNs, as de 91 dias começaram a ganhar maior preferência, o que levou o governo a adotar algumas medidas procurando evitar a concentração nesses papéis, como a utilização das entidades públicas federais e o estabelecimento de que as LTNs usadas no recolhimento compulsório dos bancos comerciais deveriam ser de um ano⁷⁷ (Rel. BACEN, 1977, p.139).

No caso das ORTNs, a sua colocação líquida negativa, na maior parte do período, contribuía para o declínio do seu prazo médio. Procurando reverter esse movimento, também foram adotados alguns incentivos, como o sistema de reaplicação que favorecia as de

⁷⁷ Res. nº 377, de 27/05/76.

cinco anos (Rel. BACEN, 1978, p.137-138). Contudo a maior procura incidia sobre as ORTNs de menor prazo: em 1979, das colocações primárias de ORTNs junto às instituições financeiras, 59,1% foram realizadas com as de dois anos (Tabela 8).

TABELA 8

LEILÕES DE ORTN:
PARTICIPAÇÃO, POR PRAZO DE EMISSÃO, NAS COLOCAÇÕES PRIMÁRIAS
JUNTO ÀS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS - 1979-1985

(em %)

| Período | Prazo da ORTN | | | Total |
|---------|---------------|--------|--------|-------|
| | 1 ano | 2 anos | 5 anos | |
| 1979 | 0,0 | 59,1 | 40,9 | 100,0 |
| 1980 | 0,0 | 32,7 | 67,3 | 100,0 |
| 1981 | 0,0 | 22,8 | 77,2 | 100,0 |
| 1982 | 0,0 | 16,3 | 83,7 | 100,0 |
| 1983 | 0,0 | 23,6 | 76,4 | 100,0 |
| 1984 | 0,0 | 100,0 | 0,0 | 100,0 |
| 1985 | 99,3 | 0,6 | 0,1 | 100,0 |

FONTE: Rel. BACEN (1981, 1983, 1985, 1986).

3.2.2.4. As ORTNs dolarizadas de cinco anos e o aumento do prazo médio: 1980-1982

A partir de 1979, o governo procurou alongar o perfil da dívida adotando algumas medidas que resultaram no efeito desejado. Buscando evitar uma concentração de reaplicações em ORTN de dois anos, as de cinco anos foram favorecidas de duas maneiras. Em se-

tembro desse ano, foram eliminadas as bonificações que existiam para reaplicação em ORTNs de dois anos, mantendo-as para as de cinco anos. Mas a medida mais importante ocorreu no mês seguinte: a restrição da opção de cláusula cambial às ORTNs de cinco anos, excluindo-se as de dois anos.⁷⁸ Em novembro, a tendência de redução de prazo reverteu-se, crescendo o prazo médio desses títulos indexados até o final de 1982.

Claramente o alongamento do prazo médio apenas foi obtido em função do oferecimento de um papel que prometia uma alta taxa de retorno monetário, em virtude das expectativas de máxi ou aceleração da desvalorização cambial. Como as ORTNs de cinco anos eram as únicas com cláusula de correção cambial, as autoridades colocaram um grande volume desses títulos, aumentando o prazo médio das ORTNs. Ao contrário de 1979, quando predominaram as emissões dos papéis de dois anos, as colocações primárias de ORTNs junto às instituições financeiras, entre 1980 e 1982, foram realizadas majoritariamente com as de cinco anos (Tabela 8).⁷⁹

Por outro lado, o crescimento do prazo médio da dívida mobiliária em circulação não decorreu apenas da elevação dos prazos

⁷⁸ Portaria MF nº 809, de 16/10/79 (Rel. BACEN, 1980, p.91). A opção de cláusula cambial foi instituída pelo Decreto-Lei nº 1, de 13/11/65, sendo renovada sucessivamente até o final de 1984. Por meio dela, o aplicador poderia, no vencimento da ORTN, optar pela correção cambial - variação da taxa de venda do dólar. Essa opção foi incluída como forma de atrair, para o sistema financeiro, as aplicações realizadas em moeda estrangeira.

⁷⁹ Embora as colocações primárias junto ao Banco Central afetem também o prazo médio da dívida em circulação, utilizou-se tão somente os dados das colocações junto às instituições financeiras por melhor expressarem as condições vigentes no mercado para absorção dos títulos públicos.

médios das ORTNs e, em alguma medida, das LTNs,⁸⁰ mas também do aumento do peso das primeiras no total dos títulos públicos. De uma participação de 58,8% na dívida mobiliária federal fora do Banco Central em dezembro de 1979, as ORTNs passaram para 72,2% no ano seguinte e, após pequena redução em 1981, chegaram a 85,4% no final de 1982.⁸¹

Nesse período, a indexação atuou no sentido contrário ao estreitamento dos prazos contratuais. Contudo o motivo de se evitar esse encurtamento - inclusive provocar o crescimento dos prazos - não foi a indexação no papel de redutor da taxa de incerteza dos rendimentos futuros. A razão foi a indexação ter funcionado como fator de expectativas de rendimento **monetário** superior, mediante a cláusula cambial num ambiente de expectativa de desvalorização real da moeda nacional. Somente essas condições especiais fizeram com que o prazo das ORTNs se ampliasse, contrarrestando, por algum momento, a tendência de encurtamento do perfil da dívida mobiliária.

⁸⁰ Outra medida visando alongar o perfil da dívida foi adotada, em junho de 1980, pelo Conselho de Desenvolvimento Econômico, que determinou que as empresas estatais deveriam aplicar seus recursos excedentes, originados da redução dos seus dispêndios, em títulos federais com prazo mínimo de seis meses, o que "garantiu relativa ampliação do mercado de LTN de maior maturidade e de ORTN, permitindo manter mais alongado o perfil da dívida, mesmo com os aumentos de colocações de LTN de 91 dias junto ao mercado" (Rel. BACEN, 1981, p.66). Além disso, no final de 1981, a expectativa de queda das taxas de desconto aumentou a demanda por LTNs de maior prazo (Conj. Econ., 1982, p.161).

⁸¹ Da mesma maneira que no caso das colocações primárias, procurou-se privilegiar, na análise, a composição da dívida em poder do público - excluindo-se os títulos em carteira do Banco Central, embora esses últimos afetem o prazo médio da dívida em circulação. De qualquer forma, o movimento de ampliação da participação das ORTNs também ocorreu na carteira do Banco Central. Essa participação, que era de 14,2% no final de 1979, ampliou-se para 62,1%, 67,0% e 74,9% em 1980, 1981 e 1982, respectivamente.

3.2.2.5. O lançamento de títulos de menor vencimento e a forte redução dos prazos médios: 1983-1985

A partir de 1983, o prazo médio da dívida mobiliária federal entrou em franco declínio, tanto por parte das ORTNs como das LTNs. Até 1985, as ORTNs continuaram com o predomínio entre os títulos federais em poder do público - participação de 96,1% no final de 1983, 95,8% em 1984 e 96,6% em 1985 -, mas passando a exercer claramente a função de ativo indexado e não mais de promotor de ganhos monetários extraordinários. Em 1984, todas as colocações primárias desse papel pós-fixado junto às instituições financeiras foram realizadas com os de dois anos - portanto, sem cláusula cambial -, e a partir de 1985 foi extinta a opção cambial. O mercado concentrava-se praticamente em ORTN, pois o "aumento da incerteza quanto à evolução da inflação desaconselhava o uso das LTN, em razão da sua característica de papel prefixado" (Rel. BACEN, 1986, P.61). Dessa forma, o uso da indexação, nesse período, evitou um encurtamento maior dos prazos da dívida. Tornou-se claro também que os níveis e volatilidade alcançados pela taxa de inflação exigiam que a dívida fosse predominantemente indexada. Todavia a redução dos prazos médios foi inevitável. Inicialmente, as colocações concentraram-se nos papéis de menor vencimento já existentes. Posteriormente, foram lançados, tanto no caso das ORTNs como no das LTNs, papéis de prazo inferior.

As exigências da política monetária⁸² - pressionada pelos resultados na área externa -, num contexto de taxa de inflação supe-

⁸² Os títulos públicos federais fora do Banco Central cresceram, em termos reais, 72,1% em 1984 e 45,3% em 1985.

rior a 200% a.a., tornaram necessária a utilização de instrumentos de vencimento mais curto. Prazos mais elevados aumentariam o custo para o Tesouro e o risco das instituições no mercado (Rel. BACEN, 1986, p.44-45). As instituições financeiras preferiam assumir posições mais líquidas nas suas carteiras de títulos públicos, como forma de "minimizar riscos e contornar incertezas quanto à evolução da correção monetária e da taxa de juros" (Rel. BACEN, 1985, p.52).

Em 1983 e 1984, a quase totalidade das colocações de LTNs, no mercado primário, junto às instituições financeiras foi formada pelas de 91 dias, abandonando-se as de 182 e 365 dias (Tabela 9). O estreitamento do prazo desse papel pré-fixado acentuou-se em 1985, quando o Banco Central iniciou a emissão de LTNs com menor período de resgate - 35 e 63 dias -, as quais passaram a dominar nas colocações junto às instituições financeiras.⁸³ Conseqüentemente, o prazo médio das LTNs, papel com uma participação bastante diminuta no total da dívida,⁸⁴ entrou em forte declínio a partir de 1983. Esse prazo, que desde 1973 nunca baixara da casa dos três meses, atingiu menos de um mês em dezembro de 1985.

No âmbito das ORTNs, o governo procurou reduzir as de cinco anos em poder do mercado,⁸⁵ e, a partir de novembro de 1983 e por

⁸³ O Banco Central ainda "instituiu formalmente a garantia de recompra semanal de LTN antes do vencimento, reduzindo com isso o risco decorrente das flutuações da taxa de inflação ..." (Conj. Econ., 1986, p.131).

⁸⁴ Ao longo de 1983, estimuladas pelos expurgos na correção monetária, que desestimularam as aplicações em títulos indexados, as LTNs apresentaram algum crescimento na sua participação nos títulos federais em poder do público, atingindo 25,3% em agosto, mas logo caindo para 3,9% em dezembro.

⁸⁵ O Banco Central, em dezembro de 1982, realizou uma compra maciça das ORTNs de cinco anos.

todo o ano de 1984, fez colocações primárias junto às instituições financeiras exclusivamente com as de dois anos (Tabela 8).⁸⁶

TABELA 9

LEILÕES DE LTN:
PARTICIPAÇÃO, POR PRAZO DE EMISSÃO, NAS COLOCAÇÕES PRIMÁRIAS
JUNTO ÀS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS - 1975-1986

(em %)

| Período | Prazo da LTN | | | | | Total |
|---------|--------------|---------|---------|----------|----------|-------|
| | 35 dias | 63 dias | 91 dias | 182 dias | 365 dias | |
| 1975 | 0,0 | 0,0 | 43,5 | 44,6 | 11,9 | 100,0 |
| 1976 | 0,0 | 0,0 | 44,5 | 45,2 | 10,3 | 100,0 |
| 1977 | 0,0 | 0,0 | 35,7 | 53,0 | 11,3 | 100,0 |
| 1978 | 0,0 | 0,0 | 40,5 | 52,9 | 6,6 | 100,0 |
| 1979 | 0,0 | 0,0 | 36,9 | 55,7 | 7,4 | 100,0 |
| 1980 | 0,0 | 0,0 | 61,0 | 35,4 | 3,6 | 100,0 |
| 1981 | 0,0 | 0,0 | 30,8 | 47,8 | 21,4 | 100,0 |
| 1982 | 0,0 | 0,0 | 55,9 | 38,3 | 5,9 | 100,0 |
| 1983 | 0,0 | 0,0 | 97,0 | 3,0 | 0,0 | 100,0 |
| 1984 | 0,0 | 0,0 | 100,0 | 0,0 | 0,0 | 100,0 |
| 1985 | 65,8 | 28,3 | 5,9 | 0,0 | 0,0 | 100,0 |
| 1986 | 88,3 | 11,7 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 100,0 |

FONTE: BACEN - Boletim Mensal (1982). v.18, n.5, maio.
Rel. BACEN (1983, 1985, 1987).

⁸⁶ Nos primeiros meses de 1984, o Banco Central realizou ainda sucessivos go-arounds de compra de ORTNs de cinco anos: "... promoveu-se a substituição dos títulos de cinco anos pelos de dois anos de prazo decorrido, visando dar ao mercado condições operacionais compatíveis com as necessidades da condução da política monetária" (Rel. BACEN, 1985, p.51).

Buscando flexibilizar a administração da dívida pública, foram criadas as ORTNs de três e quatro anos de vencimento,⁸⁷ que, porém, não tiveram demanda pelo mercado. A redução dos prazos consolidou-se com a emissão, a partir de maio de 1985, das ORTNs de um ano de prazo,⁸⁸ compreendendo, no decorrer do ano, a totalidade da colocação primária de ORTN junto às instituições financeiras.⁸⁹ Aprofundando esse processo, no final de 1985, foram criadas as ORTNs escriturais de seis meses,⁹⁰ colocadas no mercado durante o primeiro bimestre de 1986.

Portanto, apesar de a dívida ser predominantemente indexada, essa característica não conseguiu evitar o encurtamento do seu perfil, embora certamente tenha atenuado esse processo. Para esse último aspecto, basta verificar a concentração dos leilões de LTNs em papéis com vencimento de 35 dias.

Por outro lado, conforme salientado anteriormente, o desenvolvimento das quase-moedas nesse período significa que a dívida mobiliária era girada principalmente no curtíssimo prazo por meio das aplicações no *overnight*. Segundo cálculos da Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto (ANDIMA), a parcela da dívida federal em poder do público financiada no *overnight*, ao longo de 1985, estava na casa dos 60%-70%, e, durante 1986, na faixa de 70%-80%. Assim, enquanto o prazo médio da dívida se reduziu - che-

⁸⁷ Portaria MF nº 242/84, de 27/12/84. Também foi suspensa a opção da cláusula cambial para os títulos emitidos a partir de janeiro de 1985.

⁸⁸ Criadas pela Portaria MF nº 139/85, de 22/03/85.

⁸⁹ Os títulos de um ano "tiveram ampla aceitação, enquanto os de três, quatro e cinco anos, já existentes, ficaram prejudicados, devido à rejeição do mercado a papéis de mais longo prazo, o que determinou, inclusive, sua absorção pela carteira do Banco Central" (Rel. BACEN, 1986, p.61).

⁹⁰ Res. nº 1.075, de 26/12/85.

gando, no final 1985, em torno de 10 meses, contra mais de 30 meses alcançado em meados de 1983 -, o seu financiamento perante o público concentrou-se no *overnight*. Nesse sentido, o desenvolvimento da dívida indexada assumiu claramente uma função bastante diferenciada da preconizada nos anos 60. De fonte de financiamento não-inflacionário, transformou-se em lastro imprescindível do "dinheiro financeiro".

3.2.2.6. As tentativas de alongamento e a convergência para o curto prazo: 1986-1990

A segunda metade dos anos 80 é marcada por alterações importantes no perfil da dívida pública. Do ponto de vista do tipo de rendimento, a convergência foi para papéis que possuíssem atrelamento ao *overnight* - as LBCs e LFTs -, como é explorado no capítulo seguinte. Quanto ao prazo médio da dívida, a preferência pela liquidez e a concentração da riqueza financeira no curtíssimo prazo inviabilizaram qualquer tentativa governamental de alongar o perfil dos títulos públicos.

Esses dois aspectos concernentes ao perfil da dívida pública tornaram-se evidentes em 1986. As Letras do Tesouro Nacional com taxa de juros flutuantes (LTNF) não se viabilizaram,⁹¹ nem se desenvolveram as operações privadas com taxas de juros flutuantes. As OTNs foram trocadas por LBCs, títulos de prazo mais curto que

⁹¹ Criadas pela Res. nº 1.142, de 26/06/86, as LTNFs teriam prazo mínimo de 378 dias, com juros flutuantes redefinidos para cada período de fluência, fixados com base na taxa média de colocação, junto ao público, das LTNs comuns de 63 dias de prazo. Mas, numa "conjuntura de crescente desconfiança quanto à capacidade de sustentação da inflação baixa e de receios de alta acentuada dos juros, a iniciativa não encontrou espaço no mercado financeiro para sua absorção voluntária" (Carvalho, 1992, p.139).

as LTNFs - máximo de um ano⁹² - e com rendimento vinculado ao *overnight* - sistemática mais adequada ao grau de incerteza inflacionária alcançado na economia. As LBCs eram emitidas basicamente nas modalidades de 91, 182 e 273 dias. A aceitação no mercado foi enorme. Já em dezembro de 1986, esses papéis equivaliam a 56,4% dos títulos públicos federais fora do Banco Central, alcançando 71,3% em dezembro de 1987.⁹³

Em 1988, esse predomínio passou para as Letras Financeiras do Tesouro (LFT),⁹⁴ que foram substituindo as LBCs à medida que essas chegavam no seu vencimento. De características idênticas às LBCs,⁹⁵ as LFTs também se constituíram no principal papel demandado no mercado. No final de 1989, as LFTs representavam 97,9% dos títulos públicos federais fora do Banco Central. Esses papéis eram emitidos basicamente com prazos de 182 e 273 dias.

O que seria uma nova tentativa de dilatação do perfil temporal da dívida pública ocorreu ainda em 1988 por meio do relançamento das OTNs - parte delas com opção de resgate pela variação cambial. Entretanto as colocações não representaram nenhum alongamento dos prazos da dívida, pois parcela dessas estava relacionada com o fim dos depósitos voluntários do Sistema Brasileiro de Pou-

⁹² Segundo Rêgo, foram três os recuos na tentativa de alongamento: a criação das LBCs, a troca das OTNs por essas e não por LTNFs e a constituição dos fundos de curto prazo (Rêgo, 1991, p.57-59).

⁹³ Em dezembro de 1986, a participação das OTNs e LTNs era de 41,4% e 2,2%, respectivamente, reduzindo-se, um ano depois, para 26,9% e 1,8%. Em 1987, as colocações, no mercado primário, desses dois papéis estiveram restritas às negociações com o Banco Central, à exceção de uma única operação de caráter especial realizada com o Banco do Brasil (Rel. BACEN, 1988, p.61).

⁹⁴ Criadas pelo Decreto-Lei nº 2.376, de 25/11/87.

⁹⁵ As únicas diferenças das LFTs eram seu prazo - ilimitado - e o órgão emissor.

pança e Empréstimo (SBPE) no Banco Central⁹⁶ e com a extinção gradual dos depósitos dos exportadores⁹⁷ (Rêgo, 1991, p.81-83). Além disso, os prazos das OTNs não eram significativos. As OTNs monetárias foram colocadas, no mercado primário, com vencimento de seis e 12 meses, enquanto que as cambiais possuíam prazo de resgate de três meses.⁹⁸

As OTNs acabaram extintas pelo Plano Verão no começo de 1989,⁹⁹ e as existentes no mercado foram trocadas por LFTs¹⁰⁰ para reduzir os prejuízos das instituições financeiras: o valor da OTN foi congelado ao passo que a taxa de financiamento no *overnight* assumiu valores elevadíssimos para um período de congelamento. Novamente se tornou evidente que o manejo das taxas de juros do *over* exigia papéis com rendimento do tipo LFT, questão agravada num período de congelamento do indexador.

A subordinação do perfil da dívida à polarização da riqueza financeira no curtíssimo prazo teve outra manifestação, no segundo semestre de 1989, com o resultado do lançamento dos Bônus do Tesouro Nacional (BTN).¹⁰¹ Esses papéis possuíam cláusula de opção pela correção cambial e prazos de um e dois anos, cabendo aos de menor prazo a grande maioria das colocações. Entretanto, como es-

⁹⁶ Res. nº 1.487, de 25/05/88.

⁹⁷ Res. nº 1.492, de 29/06/88.

⁹⁸ As OTNs chegaram a apresentar um pequeno crescimento na sua participação no total da dívida. Do total de OTNs colocado no mercado primário - excluindo-se as absorvidas pelo Banco Central - entre julho de 1988 e janeiro de 1989, 34,3% foi representado pelas com opção cambial (Brasil Prog. Econ., 1989, p.66; Rel. BACEN, 1989, p.54).

⁹⁹ Lei nº 7.730, de 31/01/89 (Rel. BACEN, 1990, p.54).

¹⁰⁰ A participação das OTNs na dívida mobiliária federal fora do Banco Central decaiu de 31,5%, no final de dezembro de 1988, para 0,3% no final de janeiro do ano posterior.

¹⁰¹ Criados pela Lei nº 7.777, de 19/06/89.

tava vedado o seu financiamento no *overnight*, esses títulos não atingiram sucesso no mercado.¹⁰²

Na verdade, 1989 foi o ápice do estreitamento do perfil contratual. Com o aumento da taxa de inflação, da instabilidade, da incerteza sobre as eleições presidenciais e da fragilização financeira do setor público, a autoridade monetária teve de se utilizar de uma série de mecanismos que encurtaram o prazo dos títulos. Foram empregados os acordos de recompra, os *go-arounds*, os títulos com prazo decorrido, etc.¹⁰³ Nesse ano, embora as LFTs, no mercado primário, fossem emitidas basicamente com 273 dias de prazo, o Banco Central realizou diversos leilões informais de LFTs com prazo decorrido.¹⁰⁴

¹⁰² "O total colocado, ao longo de 1989, atingiu NCz\$ 5.996,2 milhões, montante inexpressivo se comparado ao total de colocações de LFT [no mercado foi de NCz\$ 225.540 milhões], em função que estes títulos [os BTNs] não podem lastrear operações de curtíssimo prazo ('overnight')" (Rel. BACEN, 1990, p.54). 91,0% do total colocado de BTNs foi com os de um ano de prazo (Rel. BACEN, 1990, p.75).

¹⁰³ O Banco Central teve "assumir formalmente, em vários leilões primários, o compromisso de recomprar os títulos emitidos em 7 dias. Ao mesmo tempo, os leilões informais foram intensificados, permitindo a rolagem da dívida pública até o final de 1989" (Rêgo, 1990, p.149).

¹⁰⁴ Para a série de *go-arounds* realizados pelo Banco Central, ver Retrospectiva 1989 (s.d., p.29-33). As LFTs em poder do mercado (exclusive Banco Central e extramercado) apresentavam, ao final de 1988 e de 1989, o prazo médio de três meses e quatro dias e de quatro meses e 24 dias, respectivamente (Séries históricas..., s.d., p.159-160). A dívida mobiliária em circulação, em dezembro de 1988, possuía um prazo médio de quatro meses e 23 dias, bastante inferior ao de 1985, de 10 meses e 11 dias. Os BTNs em poder do mercado detinham um prazo médio, no final de 1989, de 14 meses e 14 dias. Entretanto esses papéis constituíam apenas 2,0% da dívida mobiliária federal em poder do público. Não foi realizada uma comparação com 1986 e 1987 em virtude dos dados disponíveis sobre o prazo médio da dívida não incluírem, nesses dois anos, as LBCs, principal título público de então. Também os dados sobre o prazo médio da dívida de dezembro de 1989 não são representativos, pois incluem as LTNs Especiais, emitidas apenas para acerto de contas entre o Tesouro Nacional e o Banco Central.

Portanto, durante os anos 80, três foram os fenômenos fundamentais quanto ao perfil da dívida mobiliária. A primeira metade da década representou a expulsão dos títulos pré-fixados, manifesto pelo predomínio absoluto das ORTNs. A segunda parte do decênio, por sua vez, significou a marginalização dos papéis cuja forma de indexação gerava um "risco de descasamento indexatório" para as instituições financeiras. Não bastava que a dívida fosse indexada e de prazo reduzido, mas o tipo de indexação deveria ser tal de forma a minimizar os riscos das instituições financeiras, permitindo tanto a rolagem e crescimento da dívida, como a sua outra face: o máximo desenvolvimento das quase-moedas. O terceiro fenômeno foi o encurtamento dos prazos da dívida, mesmo que indexada. Desde 1984, os títulos indexados foram emitidos principalmente com vencimento inferior a um ano. Esses prazos, muitas vezes, eram de menor magnitude em função dos acordos de recompra e das colocações de papéis com prazo já decorrido. Os prazos só não eram menores em virtude do mecanismo de rendimento dos títulos atrelado à taxa do *over*. Contudo, do ponto de vista dos prazos, o mais importante ainda era que o financiamento da dívida junto ao público dava-se basicamente no *overnight*.

As tentativas de alongamento dos prazos da dívida - como foi com as LTNFs, OTNs e BTNs - deixaram claros os limites que o mercado impunha, rejeitando papéis de prazo elevado e/ou de risco de descasamento indexatório e/ou que não pudessem ser financiados no *overnight*. O financiamento pelo prazo de um dia da carteira de títulos públicos das instituições financeiras exigiu que esses

apresentassem determinadas características e que o Banco Central atuasse de maneira peculiar.¹⁰⁵

3.2.3. As quase-moedas, os títulos públicos e a forma de atuação do Banco Central

A constituição e o desenvolvimento das quase-moedas exigiram determinado conjunto institucional. A formação de um passivo remunerado de curtíssimo prazo e extremamente sensível às especulações do mercado financeiro traria, em condições "normais", significativos riscos para as instituições financeiras.

Em primeiro lugar, existiria um risco de liquidez bastante acentuado. Em economias de inflação moderada, os depósitos à vista constituem uma parcela do nível da renda com um mínimo de estabilidade. Já, no caso brasileiro, o principal depósito à vista é formado, na verdade, pelas quase-moedas. Essas passam a concentrar tanto o que seria riqueza monetária - saldos momentaneamente mantidos em quase-moedas para logo serem transformados em M1 e servir como meio de pagamento - como também a riqueza em busca de valorização. Essa última, que já possui uma natureza eminentemente especulativa, tem essa característica aguçada pela formação de uma acentuada incerteza na economia. Tal riqueza está sujeita às expectativas voláteis dos agentes e aos sinais emitidos pelos diferentes mercados de ativos. Mesmo a parcela que corresponderia à riqueza monetária, na medida em que existam outros ativos que ofe-

¹⁰⁵ "A preferência pelo curto prazo impôs, contudo, grandes limitações à rolagem da dívida pública interna, requerendo do Banco Central o fornecimento de liquidez diária aos títulos públicos de longo prazo" (Rel. BACEN, 1990, p.35).

reçam alta liquidez e prometam preservar o valor real, não fica totalmente imune ao horizonte especulativo.¹⁰⁶

Em segundo lugar, formar-se-ia um significativo risco de taxas. Diferenças de prazo entre a captação e a aplicação do sistema financeiro normalmente implicam algum risco de um crescimento nas taxas de juros pagas não ser acompanhado *pari passu* nas taxas cobradas. No caso do passivo em *overnight*, esse risco é incrementado em função da extrema volatilidade das suas taxas de rendimento. Contribui para essa volatilidade a dificuldade na avaliação da taxa de inflação corrente, que também passa a ser objeto de especulação por parte dos agentes. Além disso, a própria taxa de inflação efetiva apresenta uma alta variabilidade, repercutindo no nível das taxas de juros.

O risco de taxas no Brasil foi bastante claro até 1986:

"Existia um evidente 'descasamento' do intermediário financeiro. Os títulos de sua carteira estavam na sua grande maioria indexados ou à ORTN, ou à taxa de câmbio e o dinheiro dos clientes à taxa do Over. Em outros países os riscos associados a este descasamento funcionam como um limitador natural ao volume de títulos de longo prazo financiados com recursos de curto prazo" (Barros, 1993, p.9).

Durante esse ano, tal descasamento deixou evidente os limites que impunha à política monetária. O Banco Central, desejoso de elevar a taxa de juros do *overnight*, encontrava uma barreira no fato de as instituições financeiras carregarem OTN com taxas de rendimento inferiores às taxas desejadas.

¹⁰⁶ "... os 'aperfeiçoamentos' que foram introduzidos por bancos e pelo Estado na forma quase-moeda levaram à submissão da demanda por moeda para transações às motivações especulativas" (Belluzzo, Almeida, 1990, p.71).

O Brasil desenvolveu então determinadas condições institucionais que reduziram sobremaneira tais riscos. O risco de liquidez foi reduzido mediante a chamada zeragem automática e o de taxas foi diminuído por meio da atuação do Banco Central na determinação da taxa do *overnight* e da troca de papéis quando necessário:

"No caso brasileiro desenvolveu-se ao longo dos anos, desde a implantação do Open em 1969, um compromisso informal entre a Autoridade Monetária e o mercado no sentido de eliminar os prejuízos nas operações de recompra. Isto era feito através de três mecanismos: (1) existia um compromisso do BC [Banco Central] de manter o custo do Overnight inferior à remuneração média dos títulos públicos colocados no mercado; (2) se não fosse possível, em função de alterações na política monetária, manter esta regra, o BC 'trocava' a carteira do mercado. Isto era feito através da compra dos títulos antigos pelo BC e venda de outros com uma rentabilidade adequada ao novo nível do Over; (3) além destes ajustes de natureza econômica, havia um compromisso de zeragem automática da parcela da carteira de títulos que não conseguisse financiamento do mercado. Este ajuste financeiro era feito pela mesa do Open do BC, no fim do dia, e a uma taxa igual à do mercado" (Barros, 1993, p.9).

Dessa forma, as instituições podiam financiar, por um dia, títulos com prazos de dois ou cinco anos, com um risco bastante reduzido.¹⁰⁷

Todavia foi com a criação das LBCs que se formou um mecanismo ainda menos arriscado para as instituições. Esses papéis, depois substituídos pelas LFTs, as quais apresentavam o mesmo tipo de rendimento, passaram a constituir-se no mais importante título público em circulação. A sua principal característica era o rendi-

¹⁰⁷ A valorização se dá "nas operações sucessivas de repasse dos títulos, graças ao compromisso de recompra, mas sobretudo graças à confiança em última instância nas operações de cobertura do Banco Central" (Tavares, 1983a, p.132 - *itálicos no original*).

mento formado exatamente pela taxa do *overnight*, a qual era formada diretamente pela atuação do Banco Central. A remuneração das instituições financeiras era proporcionada pela compra com algum deságio. Dessa modo, constituía-se um quase perfeito casamento entre as taxas de captação e aplicação dessas unidades.¹⁰⁸ A forma mais perfeita de casamento entre os rendimentos de ativo e passivo é exatamente a indexação do rendimento do primeiro ao do segundo. O fundamental, portanto, não era a dívida simplesmente ser indexada, mas sim proporcionar às instituições financeiras uma remuneração casada com a da sua captação. Dessa forma, eliminava-se o risco de taxas. Por conseguinte, o governo também evitava o pagamento de um prêmio de risco elevado, o que incrementaria ainda mais o custo da dívida pública. As quase-moedas tinham assim plenas condições para se desenvolverem.

No que se refere ao risco de liquidez, caso não existissem mecanismos como a zeragem automática, as instituições financeiras não poderiam assumir os riscos envolvidos na constituição da quase-moeda:¹⁰⁹

"Nenhum intermediário financeiro, por mais lunáticos e irresponsáveis que fossem seus dirigentes,

¹⁰⁸ Somente não era perfeito porque dependia de a taxa de captação da instituição financeira não se situar acima da média do mercado.

¹⁰⁹ A zeragem automática consiste em "assegurar às instituições financeiras que carregam títulos federais os recursos necessários para financiar diariamente suas posições (zerá-las, no jargão financeiro), caso não consigam captá-los no mercado. Fornecendo esses recursos a taxas praticamente idênticas à média do dia, o BC [Banco Central] elimina o risco de prejuízos no carregamento dos papéis. Mesmo se tratando de LBC/LFT, cujo rendimento equivale à média do *over* diário, o risco de perdas continua existindo para o carregador, caso este não consiga financiar sua posição ao longo do dia e se veja obrigado a tomar recursos no final da tarde, no mercado, na última hora, a um custo superior à média, ou numa linha de redesconto do próprio BC, com taxas também elevadas" (Carvalho, 1992, p.167).

assumiria uma posição de LFT da ordem de vinte ou trinta vezes seu capital de giro líquido sem este mecanismo. Portanto, a negação da 'zeragem automática' será a própria negação do sistema de equilíbrio para o qual convergiu o sistema monetário brasileiro ao longo da década de 80" (Barros, 1993, p.22).

Portanto, ao sistema financeiro somente foi possível oferecer um ativo de altíssima liquidez e que preservasse em alguma medida seu valor real por meio de um conjunto de fatores institucionais que proporcionavam o suporte necessário. Desse modo, evitaram-se no Brasil fenômenos comuns em economias de alta inflação, como o direcionamento de parcela significativa da riqueza financeira para ativos estrangeiros.¹¹⁰ Nesse sentido, o papel principal cabe não exatamente à indexação, mas ao encurtamento dos prazos. Embora as quase-moedas sejam denominadas também de moedas indexadas, em virtude de o seu rendimento não estar fixado *a priori*, o papel da indexação nas aplicações pelo prazo de um dia tende a perder significado. Os agentes direcionam sua riqueza para a quase-moeda não pelo seu rendimento ser determinado, em vez de no início, ao longo do dia - por volta do meio-dia ou início da tarde.¹¹¹ A preferência ocorre em função da altíssima liquidez e da confiança de que o rendimento oferecido, seja pré ou pós-fixado, garante alguma proteção contra a corrosão inflacionária. Na verdade, com aplicações de prazo de um dia, a menos que a economia apresente um inflação explosiva - do tipo das verificadas nos casos clássicos de

¹¹⁰ Por outro lado, a redução dos encaixes reais, expressa no deslocamento da riqueza monetária para as quase-moedas, fundindo-se com a riqueza especulativa, atuou contrariamente aos ganhos de senhoriagem decorrentes do aumento do nível de preços.

¹¹¹ "Na prática, bancos e corretoras fechavam as aplicações na base de determinado percentual da taxa diária referencial (média) das LFT, a ser anunciada pelo BC por volta do meio-dia ou início da tarde, o que preservava seu *spread* e deixava o aplicador livre de qualquer surpresa" (Carvalho, 1992, p.167-168).

hiperinflação -, a proteção do rendimento monetário contra uma taxa de inflação inesperada prescinde da indexação. O ajuste pode ser feito rapidamente pela própria revisão das taxas de rendimento pré-fixadas. Nesse sentido, portanto, a desintermediação financeira no Brasil foi evitada principalmente pela redução dos prazos contratuais. E a indexação não foi capaz de evitar a concentração das aplicações financeiras no curtíssimo prazo.

Nesse processo, o papel da dívida pública indexada alterou-se profundamente em relação às suas origens. Concebidos dentro do postulado teórico da indexação funcionando como viabilizador de contratos de médio e longo prazos - permitindo o chamado financiamento não-inflacionário -, os títulos indexados passaram a desempenhar a função de viabilizador do desenvolvimento das quase-moedas:

"Constitui (...) um desvirtuamento a função que passam a desempenhar o instrumento da indexação e os títulos de dívida pública. Estes deixam de ser veículo de financiamento do setor público para servirem de lastro à 'moeda indexada', além de base à arbitragem entre 'dinheiro velho' e 'dinheiro financeiro' exercida por quem gera ou tem acesso privilegiado à liquidez" (Belluzzo, Almeida, 1990, p.67).

Portanto, a dívida indexada, ao invés de assegurar contratos de longo termo, garante exatamente o desenvolvimento de contratos de curtíssimo prazo. Da mesma forma, alterou-se a função da indexação dos depósitos de poupança - em princípio, os haveres de menor cunho especulativo. De viabilizador do financiamento imobiliário de longo prazo, o papel da indexação tornou-se evitar a formação de fluxos para outras formas de riqueza, instabilizadores do

sistema financeiro e do mercado de ativos. Por conseguinte, seu papel subordinou-se à polarização da riqueza financeira no curto prazo.

Na verdade, o mesmo contexto que gera a necessidade da indexação também produz a necessidade de prazos contratuais mais estreitos. De um lado, taxas de inflação elevadas são acompanhadas por um contexto mais geral de alta instabilidade, agravado por fragilização financeira do setor público e/ou do setor externo. Nessa situação, a incerteza torna-se "senhora" do futuro, fazendo quase que absoluta a preferência pela liquidez. De outro lado, independentemente do contexto mais geral, a diminuição dos prazos contratuais também funciona como redutor da incerteza do rendimento real dos ativos, além de não gerar, para o devedor, a incerteza sobre os valores monetários futuros. Além disso, a própria indexação tem dificuldade em acompanhar as variações de preços, seja por motivos técnicos ou pela ação governamental. Portanto, a compreensão dos limites da indexação como instrumento que evita o estreitamento dos prazos contratuais somente pode ser concebida a partir de um referencial teórico que consiga incorporar esses elementos.

4. A QUALIDADE DO INDEXADOR

O postulado de que a indexação cumpre a função de evitar transferências inesperadas de renda depende basicamente da própria "qualidade" do indexador. Nesse sentido, a constituição de contratos indexados depende também da avaliação que é feita sobre a capacidade ou não do indexador de captar a perda do poder de compra da moeda ou ainda de atender algum critério específico de um agente.

O presente capítulo trata inicialmente dos diferentes aspectos envolvidos na definição do indexador e principalmente da sua capacidade de refletir as variações de preços. São destacadas as fontes de imperfeição da indexação e o papel da ação governamental. No segundo bloco do capítulo, é apresentado e analisado o percurso da indexação brasileira.

4.1. ASPECTOS TEÓRICOS

A determinação do indexador a ser utilizado num determinado contrato não é necessariamente de fácil acordo entre as partes. Os conflitos existentes têm as mais variadas origens. A principal fonte de divergência é decorrente da posição diferenciada de credor ou de devedor. Na perspectiva do credor, se o seu objetivo

primordial for simplesmente a ampliação do estoque de riqueza, a sua preferência será direcionada para o índice que representa mais fielmente a riqueza da economia. Ou ainda, ao contrário do emissor do passivo, tenderá a buscar indexadores que possuam algum viés para cima ou cuja expectativa seja de uma variação superior à de outros índices.

Por outro lado, a preocupação principal do devedor tende a ser a coerência da sua estrutura financeira. Os emissores de dívida procuram indexadores que sejam iguais aos dos seus ativos ou, pelo menos, que possuam alguma correlação com o rendimento desses.¹ Da mesma forma, o credor também pode procurar a coerência do seu patrimônio, buscando algum "casamento" com as suas obrigações ou com seus gastos futuros.

No caso das instituições financeiras, como a maior parcela dos seus ativos e passivos tem rendimento determinado contratualmente, será necessária a utilização do mesmo indexador para cada circuito captação-aplicação. Caso contrário, a unidade torna-se sensivelmente exposta ao risco de taxas: a possibilidade de a variação do indexador do passivo ser maior do que a do seu ativo. Chama-se aqui de "risco de descasamento indexatório".

Por fim, outra possível origem de divergências são as próprias preferências individuais subjetivas. Alguns agentes, por

¹ "... the interest of lenders, whose main concern is with the behaviour of the general price index, and those of borrowers who are, in addition, concerned, with the price and costs of their products, may diverge significantly in the face of diverging expectations about relative price trends" (Protection against..., 1974, p.35).

algum outro motivo além dos citados, podem ter simpatias por determinado índice.

Todas essas diferenças não implicam necessariamente ausência de formação de contratos indexados. O resultado tende a ser alguma diversificação dos índices utilizados, atendendo-se assim às preferências variadas.

4.1.1. Características de um indexador "perfeito"

Não obstante as diferenças de preferências, privilegia-se, neste capítulo, a análise do indexador no seu aspecto de traduzir as variações no poder de compra da moeda. Assim, utiliza-se esse critério para definir a qualidade do indexador. O indexador "perfeito" é concebido como aquele que consegue "rapidamente" ser representativo da perda de poder de compra da moeda. São duas as dimensões envolvidas. Uma é a sua capacidade de refletir a variação de preços. A outra refere-se à velocidade com que se torna disponível para os agentes. As características do indexador que repercutem no seu grau de perfeição são:

a) natureza do indexador. Indexadores baseados na variação de preços captam diretamente a redução do poder de compra da moeda. Outros índices referentes a mercadorias específicas ou ainda que não são de preços de bens e serviços - indexadores financeiros, como taxa de câmbio, taxa de juros, etc. - estão sujeitos às mais variadas influências, não guardando nenhuma relação necessária com a variação geral de preços. Esses índices tornam os valores indexados extremamente instáveis, pois refletem a alta volatilidade

desses mercados. Contudo a maior representatividade dos índices de preços referentes a uma ampla cesta de produtos tem contra si a dificuldade de expressar rapidamente o aumento de preços. Exatamente nesse aspecto é que os indexadores financeiros possuem vantagem;

b) amplitude da cesta de produtos coletada. O poder de compra da moeda refere-se à sua capacidade de adquirir os bens e serviços existentes numa determinada economia. Dessa forma, quanto mais ampla a cesta de mercadorias usada no cálculo do índice, mais representativo tende a ser o indexador. Essa amplitude refere-se aos produtos cujos preços são coletados, aos locais de coleta e aos municípios envolvidos. A ponderação dos diversos componentes do índice, seja quanto aos produtos ou quanto aos municípios envolvidos, também influencia sua representatividade. É claro que cada agente tem a sua cesta de mercadorias representativa. Entretanto define-se aqui a perfeição do índice não a partir do relevante para cada agente individualmente, mas da própria posição da moeda de equivalente-geral da economia;

c) velocidade de captação das variações do poder de compra da moeda. Num contexto de crescimento da taxa de inflação, como os índices de preços são normalmente calculados a partir da comparação da **média** dos preços de um período com outro, não se consegue captar no índice do período toda a queda do poder aquisitivo da moeda. Parcela do crescimento repercute somente no índice do período seguinte. E, do ponto de vista dos contratos financeiros, a rigor não interessa a variação **média** de preços ocorrida entre os

fluxos de pagamentos ou recebimentos, mas sim a comparação do nível de preços no dia de cada fluxo financeiro. Além disso, independentemente da velocidade de captação do índice de preços, o próprio indexador pode ser definido de forma tal a produzir alguma defasagem na indexação. Isso ocorre quando do emprego, na fórmula de cálculo, de valores que não são os mais recentes;

d) velocidade da apuração e divulgação do índice. Quanto maior o tempo envolvido no conhecimento da variação do índice, menos representativa torna-se a indexação, pois os contratos têm de se utilizar dos valores referentes a períodos anteriores - os únicos disponíveis. Com isso, gera-se ou aumenta a defasagem do indexador;

e) mobilidade e extensão do período de referência. Se o período de referência é o do mês civil, os agentes apenas conhecem a variação de preços dos trinta dias do mês comparados com os preços dos trinta dias do mês anterior. Se o período de trinta dias é móvel, conhece-se a variação dos últimos ou "mais próximos" trinta dias, mesmo não correspondendo ao mês civil. Assim, nesse último caso, os valores indexados, ao longo de um mês, não dependem de um índice referente a um período mais distante. Por sua vez, a extensão do período de referência afeta diretamente a capacidade do indexador de espelhar "rapidamente" os aumentos de preços. Se esse período é inferior a um mês, captando variações diárias ou semanais, pode-se expressar com maior velocidade a taxa de inflação;

f) periodicidade do reajuste. O maior ou menor período de tempo que transcorre entre os reajustes dos valores contratuais

repercute sobre o valor real ao longo desse período. Durante o intervalo de tempo transcorrido entre o reajuste de determinado contrato, outro com maior periodicidade de atualização possui um valor real superior, embora esses valores possam igualar-se quando da atualização do contrato de menor periodicidade;

g) não tributação. Para a indexação permitir a preservação do valor real do contrato, a atualização monetária não pode ser objeto de tributação;

h) proteção contra interferências arbitrárias. O índice não pode estar sujeito a interferências arbitrárias, seja governamental ou de agentes privados, que comprometam a sua representatividade.

4.1.2. Fontes de imperfeição da indexação

A incapacidade da indexação de ser "perfeita" depende, portanto, das características de cada indexador arroladas acima. O maior destaque cabe à defasagem para a captação da variação de preços corrente, ao período de referência abrangido, à interferência governamental e à utilização de índices que não se refiram ao comportamento dos preços de uma cesta de mercadorias. Além desses aspectos referentes ao próprio indexador, a qualidade da indexação depende também de outros três fatores, que originam ou acentuam a imperfeição:

a) contexto: magnitude e variabilidade da taxa de inflação. A variabilidade da taxa de inflação agrava os problemas existentes quanto à defasagem dos índices de preços. Gera-se ou aumenta o

distanciamento entre a variação de preços divulgada e a corrente. Se essa volatilidade ocorre conjuntamente com elevadas taxas de inflação, as perdas ou ganhos tornam-se mais significativos. Na verdade, quanto maior a taxa de inflação, mais importante se torna um indexador não falho, pois a magnitude das perdas possíveis intensifica-se. Porém, simultaneamente, amplia-se a dificuldade de obtenção de um indexador perfeito, pois o crescimento da taxa de inflação normalmente é acompanhado por um aumento de sua variabilidade. Nessa situação, os agentes tendem a buscar outros indexadores que não o de uma cesta de produtos, pois os índices financeiros podem captar mais rapidamente esses movimentos de preços. Porém esses índices refletem também uma série de outros fatores, não necessariamente ligados ao comportamento dos preços;

b) formação de ágio/deságio do título indexado. Mesmo o indexador sendo perfeito, se o contrato financeiro é um título negociável, ele está sujeito a perdas ou ganhos nas operações de compra e venda. Por conseguinte, se o credor quiser se desfazer do papel antes do vencimento, poderá incorrer num fluxo de rendimento que não incorpora integralmente a taxa de inflação. Na verdade, ao proporcionar um rendimento monetário inferior, a formação de ágio pode surgir como forma de compensar o maior rendimento implícito proporcionado pela indexação (redução da taxa de incerteza). Nesse último caso, o adquirente do ativo espera um rendimento monetário inferior ao dos haveres pré-fixados, podendo até ser negativo em termos reais, o que dependerá da magnitude do ágio *vis-à-vis* a taxa de juros estipulada acima do indexador;

c) encurtamento dos prazos contratuais. Se a indexação não consegue evitar o estreitamento dos prazos dos próprios contratos indexados, surge ou se acentua o problema da obtenção de um indexador que possua o mesmo período de referência que o da operação.² Os índices financeiros - como taxa de juros, taxa de câmbio, etc. -, ao serem disponíveis diariamente, podem tornar-se os únicos indexadores possíveis para contratos de prazo muito exíguo.

4.1.3. Fases dos indexadores

O crescimento da taxa de inflação, na medida em que tende a acentuar as imperfeições dos indexadores, leva os agentes a buscarem índices que se contraponham a esse movimento. Os próprios índices de preços existentes procuram aperfeiçoar-se, atendendo à demanda dos agentes. Mas, simultaneamente, o contexto faz com que essa perfeição possa ficar até mais distante. A variabilidade da taxa de inflação torna necessário que os indicadores usados consigam refletir mais proximamente a variação de preços presente e não a variação passada.

Assim, a utilização de índices referentes ao mês anterior pode fazer a indexação pouco fiel à inflação corrente. A taxa de inflação do mês corrente pode ter importantes diferenças em relação à do mês anterior. Mas a obtenção de um índice de preços que consiga captar a inflação corrente esbarra no tempo mínimo entre a coleta, apuração e divulgação do dado. Esses índices têm dificuldades em atender às novas exigências dos agentes.

² "... existe una cota inferior de la extensión del periodo de reajuste, determinada por la frecuencia con que se dispone de información sobre los índices de precios convencionales" (Frenkel, 1989, p.6).

Além da necessidade de indicadores da inflação corrente para evitar defasagens na indexação, o encurtamento dos prazos das operações indexadas torna necessária a obtenção de índices que reflitam a inflação ao longo do curto espaço de tempo de vigência do contrato. Prazos mais exíguos exigem índices com menor período de reajuste. No limite, fazem-se necessários índices diários.

Independentemente dos contratos indexados, a demanda por esses indicadores diários advém também do processo decisório quanto aos preços das mercadorias e às taxas de juros dos contratos pré-fixados. Isso porque esses indicadores tornam-se um dos balizadores da formação das expectativas inflacionárias. Como, para esse processo decisório, o relevante é a taxa de inflação futura, os indicadores usados tendem a ser os mais especulativos, pois devem refletir o comportamento futuro da variação de preços.

A necessidade de indicadores diários afasta a utilização de índices de preços de bens e serviços, pois é quase impossível a obtenção de índice diário de inflação. Surgem duas alternativas: valores financeiros ou arbitrários. No caso dos índices financeiros (taxa de juros, taxa de câmbio, etc.), a indexação torna-se sujeita aos movimentos especulativos dos respectivos mercados. No contexto de alta inflação, esses mercados apresentam um comportamento ainda mais volátil.³ Conseqüentemente, os valores indexados tornam-se extremamente instáveis, refletindo muito mais as especulações e peculiaridades desses mercados do que o próprio com-

³ "Na ausência de um bom indexador os agentes se voltam para indexadores que trazem informações confusas sobre a inflação que está acontecendo (dólar paralelo, mercados futuros, etc.) e cometem erros com muito mais freqüência" (Franco, 1990, p.67).

portamento da taxa de inflação. Assim, a indexação pode ser um importante fator de redistribuição de renda por uma questão técnica. O risco inflacionário, portanto, não é eliminado. Ele aparece agora sob a forma de incapacidade técnica de indexação perfeita.

Por outro lado, se a própria variação dos preços de bens e serviços converge para um determinado indicador, a vinculação dos valores contratuais a esse índice eleva significativamente a perfeição da indexação. Esse caso aproxima-se do que ocorre nas hiperinflações. O atrelamento da variação de preços à taxa de câmbio pode fazer com que a indexação a esse indicador seja a forma mais próxima da indexação perfeita.

A necessidade de indexação diária pode levar o governo a definir um fator de correção arbitrário, tornando a indexação sujeita à ação discricionária governamental. Essa arbitrariedade pode ser diminuída por meio da definição clara dos balizadores do índice. De qualquer forma, não se consegue eliminar o problema técnico da precisão no acompanhamento da taxa de inflação corrente.

4.1.4. A indexação oficial e o risco indexador

Tendo em vista a relutância dos agentes privados em emitir débito indexado, como destacado no capítulo dois, esse papel cabe inicial e preponderantemente ao Estado. A indexação assume, desde o início, um caráter oficial, seja mediante a emissão de dívida pública pós-fixada, seja por regulamentação estatal dos contratos

financeiros indexados.⁴ O Estado pode determinar os indexadores possíveis ou obrigatórios dos contratos privados. Assim, a indexação tende a assumir um caráter unilateral, criando ou ampliando o risco legislação.

A definição do indexador oficial depende de vários condicionantes. A maior ou menor sujeição a um ou outro fator está relacionada com o contexto econômico, a política econômica definida e as características do sistema financeiro. Por exemplo, o indexador tem de garantir algum equilíbrio no circuito financeiro, incluindo um mínimo de casamento dos ativos e passivos das instituições financeiras. Por outro lado, como indexador da dívida pública, ao mesmo tempo que deve assegurar a sua rolagem e possível ampliação, tem de evitar um custo financeiro excessivo.

Na verdade, forma-se uma situação onde o devedor tem o poder de manipular o valor de sua dívida, pois o Estado pode discricionariamente intervir nos indexadores. É claro que isso, no médio ou longo prazo, traz um custo para o carregamento da dívida pública. Um dos argumentos em favor da indexação dos títulos públicos é que ela evitaria que o governo usasse a inflação como forma de reduzir o valor real de suas obrigações. Entretanto, exatamente pelo passivo ser indexado e, simultaneamente, o indexador estar sujeito ao

⁴ "The introduction of indexation is a political decision, not something that springs from the private sector. The rules of indexation are defined by the State. The State can confine indexation to contracts with the public sector or to allow (or to mandate) their extension to private contracts as well" (Carvalho, 1986, p.173).

poder discricionário do Estado, esse pode impor algumas perdas para os seus credores.⁵

Contudo um outro fator importante condiciona a definição do indexador. Com o crescimento da inflação, a indexação não se restringe aos contratos formais, mas também é incorporada no processo de formação de preços das mercadorias. A partir daí, a indexação surge como "vilão inflacionário" ao ser apontada como o mecanismo realimentador da variação de preços. O resultado são as tentativas de desindexação da economia que acompanham os programas de estabilização ou a realização de algumas manipulações do indexador com o intuito de reduzir esse processo de realimentação. Entretanto essas manipulações possuem limites, como o próprio equilíbrio do mercado financeiro. A possibilidade de movimentos especulativos instabilizadores e de dificuldades na rolagem da dívida pública pode inviabilizar qualquer manipulação. Além disso, pode-se formar um prêmio de risco sobre o rendimento dos títulos públicos como forma de proteção contra eventuais perdas.

Como destacam Genberg e Swoboda (1974, p.20), se a indexação busca reduzir a incerteza associada à inflação, o próprio indexador não pode ser fonte de incerteza. Para tanto, os autores destacam a necessidade de o indexador não estar sujeito a mudanças frequentes e arbitrárias.

Entretanto a indexação está longe de eliminar o risco inflacionário. Na verdade, surge o risco indexador, seja por uma ques-

⁵ "... heavy government involvement in indexing creates an incentive to manipulate whatever index has been decreed to be the official one" (Genberg, Swoboda, 1974, p.18).

tão técnica referente à capacidade do indexador de acompanhar a taxa de inflação - portanto, não elimina o risco de conjuntura ou de mercado -, seja pela ação discricionária governamental - risco de legislação. Portanto, a indexação não evita importantes transferências inesperadas de renda entre os agentes. Ela pode inclusive tornar-se deliberadamente um instrumento dessas transferências. A incapacidade da indexação de evitar a redistribuição de renda não se origina exclusivamente da relutância da assunção de débitos indexados - que pode gerar a necessidade de mecanismos desvirtuadores da indexação - ou da formação de ágio nos papéis indexados. Ela provém também da dificuldade de obtenção de um indexador perfeito ou ainda da própria ação governamental.⁶

4.2. O CASO BRASILEIRO

A experiência brasileira é bastante rica no sentido de evidenciar toda a ordem de problemas envolvidos na capacidade ou não do indexador de refletir a variação dos preços. Desde a criação da ORTN em 1964, a indexação sofreu as mais diferenciadas alterações. Esta grande seção está dividida em três subseções. Na primeira, faz-se uma periodização dos indexadores a partir da sua natureza e defasagem. São analisadas as causas de modificações importantes na correção monetária e realizadas algumas quantificações sobre o seu comportamento. Na subseção seguinte, analisa-se o rendimento dos dois principais haveres indexados do público: os depósitos de poupança e as aplicações no *overnight*. Por fim, são destacadas as

⁶ Tudo isso reforça a proposição de Davidson: "*Only if all contractual obligations were abolished for all times, could the effect of inflation on income distribution be avoided - but a production-specialisation exchange economy without any money contracts is a contradiction in terms*" (Davidson, 1978, p.348).

formas pelas quais a correção monetária foi objeto da ação discricionária governamental, destacando-se os motivos, os limites e as conseqüências dessas intervenções.

4.2.1. As fases dos indexadores e sua perfeição

A evolução dos indexadores no país está ligada basicamente à operação de duas forças: as alterações no contexto inflacionário e a ação discricionária governamental. De um lado, a indexação teve de conformar-se às crescentes taxas de inflação. O aumento da variação de preços incrementava ou gerava imperfeições importantes nos indexadores. Com isso, o sistema indexatório era obrigado, num espaço maior ou menor de tempo, a sofrer modificações procurando reduzir essas imperfeições. Esse processo não significava necessariamente a formação de indexadores mais perfeitos, pois, ao mesmo tempo em que se melhorava a qualidade desses, o novo contexto tornava mais difícil a obtenção da "perfeição". O crescimento da taxa de inflação também afetou o perfil dos indexadores de forma indireta por meio da redução dos prazos contratuais, pois esses exigem indexadores de natureza diferenciada.

De outro lado, os indexadores eram alterados pelo governo tendo em vista determinados objetivos de política econômica. A combinação desses dois fatores produziu, desde a criação do sistema indexatório brasileiro, uma seqüência variada de formas de determinação da indexação.

Envolvendo algum grau de arbitrariedade, procedeu-se a uma divisão no tempo da evolução dos indexadores. Os dois critérios

básicos empregados foram o da natureza do indexador e o da defasagem entre o referencial utilizado e o momento da aplicação da correção. Na Tabela 10, são apresentadas as diversas fórmulas utilizadas e as conseqüências em termos de comportamento do valor real da ORTN/OTN/BTN. A trajetória dessa evolução é representada no Gráfico 9. Ainda são apresentados, na Tabela 11, os valores em termos anuais.

Antes cabe uma explicação sobre a metodologia de deflacionamento, a qual, quando não indicado em contrário, utilizou-se do IGP-DI. Dois foram os métodos básicos empregados para calcular a evolução do valor real da ORTN/OTN/BTN. No primeiro, o valor da ORTN/OTN/BTN de um determinado mês - considerado aqui como o valor no primeiro dia do mês - é deflacionado pela variação do IGP-DI do mesmo mês. No segundo método, emprega-se a variação do IGP-DI do mês anterior. Até meados dos anos 80, não se observa nenhuma diferença importante no resultado da aplicação dos dois procedimentos. Ela assume algum significado com a forte aceleração da inflação no final do referido decênio.⁷ Quando não se indicar em contrário, estar-se-á utilizando o primeiro método.

4.2.1.1. A defasagem: 1964-1976

A característica mais marcante da indexação, desde a sua criação em 1964 até junho de 1976, foi a significativa defasagem entre o mês da correção e os meses do índice de preços utilizado na fórmula de cálculo. Esse era baseado no Índice de Preços por Ata-

⁷ Com a aplicação dos programas de estabilização provocando reduções mais ou menos intensas das taxas de inflação, também surgem algumas diferenças em cada período entre ambos os métodos.

TABELA 10

EVOLUÇÃO DAS FÓRMULAS E DO VALOR DA CORREÇÃO MONETÁRIA (ORTN/OTN/BTN) - JAN./1967-MAR./1990

| Fórmula | Período | Variação % ORTN/OTN/BTN | | |
|---|-------------------|-------------------------|---------------|---------------|
| | | Nominal | Real 1 (1) | Real 2 (2) |
| $Vt = Vt-1 (Pt-4 + Pt-5 + Pt-6)/(Pt-5 + Pt-6 + Pt-7)$ (3) | jan./67 - nov./72 | 206,8 | 0,1 | 0,3 |
| Componente pré-fixado | dez./72 - mar./74 | 18,8 | -7,6 | -4,2 |
| $Vt = Vt-1 (Pt-4 + Pt-5 + Pt-6)/(Pt-5 + Pt-6 + Pt-7)$ | abr./74 - jul./75 | 44,2 | 2,7 | 0,4 |
| Idem, mas com IPA-DI expurgado | ago./75 - jun./76 | 25,9 | -8,5 | -8,0 |
| $Vt = 0,8 Vt-1 (Pt-2 + Pt-3 + Pt-4)/(Pt-3 + Pt-4 + Pt-5) + 0,202343 Vt-1$ | jul./76 - fev./80 | 238,5 | -26,0 | -24,9 |
| Pré-fixação de 45% para 1980 | mar./80 - dez./80 | 39,0 | -26,8 | -25,6 |
| INEC como referência | jan./81 - fev./83 | 336,6 | -3,6 | -3,0 |
| IGP-DI expurgado do quadrimestre/trimestre | mar./83 - nov./83 | 109,7 | -15,8 | -14,2 |
| $Vt+1 = (IGP-DIt / IGP-DIt-1) Vt$ | dez./83 - abr./85 | 428,1 | 1,1 | 0,0 |
| $Vt+1 = \{ [IGPt-1/IGPt-2] (IGPt-2/IGPt-3) (IGPt-3/IGPt-4) \}^{1/3} Vt$ | maio/85 - set./85 | 56,4 | -0,7 | 1,1 |
| $Vt+1 = (Pt / Pt-1) Vt$, out.-nov./85: IGP-DI, dez./85-mar./86: IPCA | out./85 - mar./86 | 99,1 | -1,8 | -5,1 |
| Congelamento e após atualiz. em mar./87.: Var.IPC (mar.-nov./86), Var.IPC ou LBC (dez./86-fev./87) | abr./86 - mar./87 | 70,7 | -0,5 | 9,6 |
| Var. IPC ou remuneração LBC, o que for maior (OTN jul./87: somente LBC) | abr./87 - jul./87 | 101,8 | -4,3 | -9,0 |
| $Vt+1 = (IPct / IPct-1) Vt$ (exceção: var. de 12,2% ao longo de jan./89) (4) | ago./87 - mar./90 | 55696,5 | -70,7 | -51,5 |
| ACUMULADO | jan./67 - mar./90 | 901228529,4 | -89,4 | -80,9 |

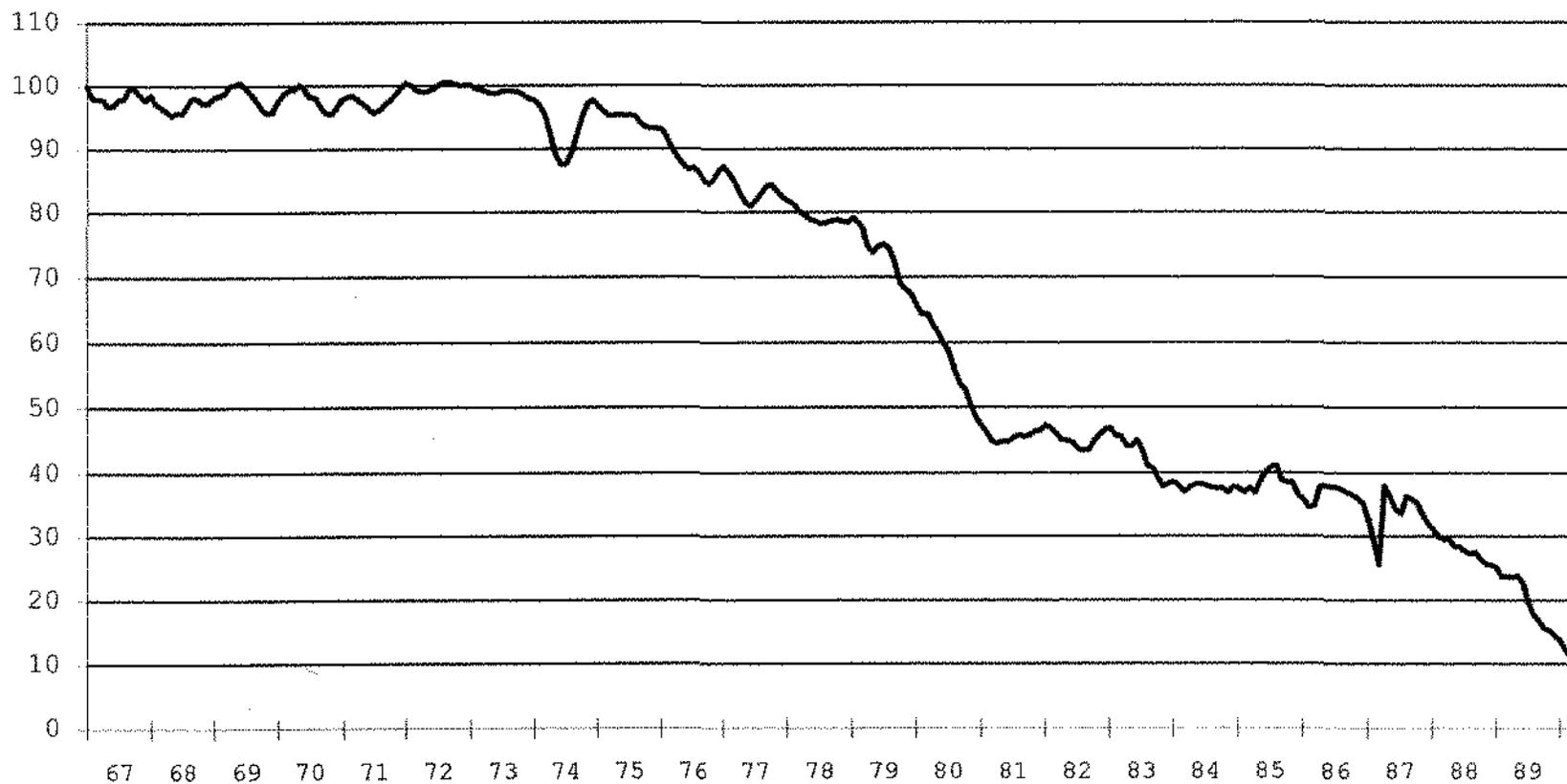
FONTE DOS DADOS BRUTOS: BACEN; FGV.

(1) ORTN deflac. pela variação do IGP-DI do mês: Var. % ORTNT real 1 = $\{ [(ORTNt / ORTNT-1) / (IGPt / IGPt-1)] - 1 \} 100$ (2) ORTN deflac. pela variação do IGP-DI do mês anterior: Var. % ORTNT real 2 = $\{ [(ORTNt / ORTNT-1) / (IGPt-1 / IGPt-2)] - 1 \} 100$ (3) Até set./69, a fórmula era: $Vt = 10 \{ (Pt-4 + Pt-5 + Pt-6) 1/3 \} / \{ (Pabr/64 + Pmaio/64 + Pjun/64) 1/3 \}$

(4) Encadeou-se a variação do valor da BTN com o valor congelado da OTN Fiscal de jan./89.

GRÁFICO 9

EVOLUÇÃO DO VALOR REAL DA ORTN/OTN/BTN - JAN./1967-MAR./1990



FONTE DOS DADOS BRUTOS: BACEN; FGV.
NOTAS: 1. ORTN de dez./1966 = 100.
2. Deflator: IGP-DI (do mês).

TABELA 11

VARIAÇÃO ANUAL DA ORTN/OTN/BTN - 1967-1989

(em %)

| Período | Var. ORTN/OTN/BTN 1 | | Var. ORTN/OTN/BTN 2 | |
|---------|---------------------|-------|---------------------|-------|
| | (1) | | (2) | |
| | Nominal | Real | Nominal | Real |
| 1967 | 23,2 | -1,4 | 22,6 | -1,9 |
| 1968 | 25,0 | -0,4 | 25,1 | -0,3 |
| 1969 | 18,5 | -0,7 | 18,9 | -0,4 |
| 1970 | 19,6 | 0,3 | 19,3 | 0,0 |
| 1971 | 22,7 | 2,7 | 21,8 | 1,9 |
| 1972 | 15,3 | -0,3 | 15,2 | -0,4 |
| 1973 | 12,8 | -2,4 | 13,8 | -1,6 |
| 1974 | 33,3 | -0,9 | 32,4 | -1,6 |
| 1975 | 24,2 | -4,0 | 24,9 | -3,4 |
| 1976 | 37,2 | -6,2 | 37,7 | -5,8 |
| 1977 | 30,1 | -6,3 | 29,8 | -6,5 |
| 1978 | 36,2 | -3,2 | 37,1 | -2,6 |
| 1979 | 47,2 | -17,0 | 49,3 | -15,8 |
| 1980 | 50,8 | -28,3 | 51,4 | -28,0 |
| 1981 | 95,6 | 0,2 | 96,9 | 0,9 |
| 1982 | 97,8 | -1,0 | 100,2 | 0,2 |
| 1983 | 156,6 | -17,5 | 159,2 | -16,6 |
| 1984 | 215,3 | -2,6 | 223,8 | 0,0 |
| 1985 | 219,4 | -4,7 | 227,6 | -2,2 |
| 1986(3) | 71,6 | 4,0 | 62,4 | -1,6 |
| 1987(3) | 331,6 | -16,3 | 359,3 | -11,0 |
| 1988 | 816,1 | -19,5 | 933,6 | -9,1 |
| 1989 | 930,6 | -45,3 | 1128,7 | -34,7 |

FONTE DOS DADOS BRUTOS: BACEN; FGV.

NOTA: O deflacionamento, em ambos os casos, foi feito pela variação do IGP-DI verificada em cada ano.

(1) Var.% ORTN/OTN/BTN 1 anot = $[(ORTN \text{ dez anot} / ORTN \text{ dez anot-1}) - 1]100$

(2) Var.% ORTN/OTN/BTN 2 anot = $[(ORTN \text{ jan anot+1} / ORTN \text{ jan anot}) - 1]100$

(3) O valor da OTN de mar./86 ficou congelado até mar./87, quando foi atualizado. Porém, para efeito de cálculo, foram estimados os valores de dez./86 e jan./87 aplicando-se a var. do IPC do IBGE (o mesmo critério usado, para esses meses, quando da atualização em mar./87).

cado (IPA) produzido pela Fundação Getúlio Vargas (FGV). Nesse período, procedeu-se a algumas alterações na definição do cálculo da correção monetária, além da mudança da atualização de trimestral para mensal.⁸ Em outubro de 1969 passou-se a adotar o Índice de Preços por Atacado - Disponibilidade Interna (IPA-DI)⁹ e, posteriormente, em agosto de 1975, o IPA-DI isento de variações acidentais. Por um período curto, de dezembro de 1972 a março de 1974, parcela da correção foi pré-fixada. Entretanto o fundamental, entre 1964 e 1976, foi o cálculo da correção monetária de um determinado mês com base no valor do índice de preços de quatro a sete meses anteriores. Na maior parte do período, a fórmula usada era a seguinte:¹⁰

$$V_t = V_{t-1} \cdot \frac{P_{t-4} + P_{t-5} + P_{t-6}}{P_{t-5} + P_{t-6} + P_{t-7}}$$

onde V = valor da ORTN, P = índice de preços e t = mês.

Assim, o cálculo era baseado numa média móvel, envolvendo uma defasagem média de 5,5 meses. Ora, com essa defasagem, podia-se calcular o valor da correção monetária com dois ou três meses de antecedência. Portanto, a indexação assumia um caráter *sui generis* nesse período. Sabia-se o valor da indexação antes de sua divulgação oficial. Esse conhecimento antecipado, em boa parte dos casos, não gerava maiores problemas, pois o prazo dos ativos financeiros

⁸ A partir de setembro de 1965, a correção monetária da ORTN passou de trimestral para mensal.

⁹ O IPA - Geral foi extinto, sendo criados o IPA-DI e o Índice de Preços por Atacado - Oferta Global (IPA-OG). Com o IPA-DI, evitava-se a influência da variação dos preços externos dos produtos de exportação.

¹⁰ Sobre as fórmulas da correção monetária desse período, ver Conj. Econ. (1974, 1976a), Ness (1977), Iorio (1976) e Cabral (1987).

indexados era mais elevado. Dessa forma, não se conhecia, no momento da aplicação, o rendimento nominal. Os depósitos de poupança em contas novas somente faziam jus à remuneração após dois trimestres da aplicação. Entretanto, depois disso, os rendimentos eram creditados trimestralmente. Na verdade, algum grau de previsibilidade era possível sobre o rendimento dessa aplicação.¹¹

Tal fato traz algumas conseqüências para a análise da demanda de haveres indexados. O comportamento dessa não se motivava unicamente pela segurança de que o valor da aplicação teria a correção equivalente à perda de poder aquisitivo da moeda. No curto prazo, a procura por esses ativos também era impulsionada por algum grau de previsibilidade de que o seu rendimento seria superior ao dos pré-fixados. Por sua vez, do ponto de vista da emissão de dívida por parte dos agentes não-financeiros, as implicações eram mais reduzidas, pois as operações de crédito apresentavam prazos mais elevados, o que tornava imprevisível o valor monetário da maior parte das obrigações financeiras.

A alta defasagem do indexador possuía repercussões importantes sobre o comportamento da correção monetária. Em momentos de crescimento ou decréscimo da taxa de inflação, a correção tendia a situar-se abaixo ou acima da variação de preços, respectivamente. Esse período pode ser dividido em quatro fases.

¹¹ No caso das ORTNs, como a sua correção mensal era conhecida com bastante antecedência, passaram a ser "negociadas como papéis de especulação de curto prazo, concorrendo com outros papéis realmente de curto prazo ou com papéis de risco e constituindo-se, eles próprios, face aos elevados ágios alcançados em meses de aumentos grandes no índices de preços por atacado, em papéis de risco e especulação" (Conj. Econ., 1976a, p.93).

A primeira delas inicia em 1965 e estende-se até novembro de 1972, quando vigorou a fórmula citada.¹² O valor real da ORTN apresentou alguns movimentos oscilatórios, sem nenhuma tendência de queda (Gráfico 9). As diferenças existentes entre a correção e a variação de preços normalmente não resultaram em ganhos ou perdas expressivas, principalmente se forem considerados períodos maiores. Utilizando o IGP-DI como deflator, o valor da ORTN em novembro de 1972 era 0,1% maior que o de dezembro de 1966 (Tabela 10). No acumulado de cada 12 meses, os desvios da ORTN em relação à taxa de inflação, na maioria dos casos, não ultrapassaram a casa dos 3%.

A segunda fase começa em dezembro de 1972 e termina em março de 1974, quando foi aplicado, na fórmula da correção, um componente com peso de 40% e equivalente a uma inflação anual de 12%. A justificativa governamental foi de que a correção monetária deveria refletir a inflação corrente, o que era prejudicado pela defasagem existente na fórmula combinada com a trajetória descendente da taxa de inflação (Rel. BACEN, 1973, p.134).¹³ Em vez de serem utilizados meses mais próximos para o cálculo da correção, empregou-se o componente arbitrário. Com a aplicação desse, a indexação tenderia a aproximar-se da inflação corrente. Entretanto como essa última estabilizou-se ao longo de 1973, na casa dos 14-15% no acumulado dos últimos 12 meses, o resultado foi uma correção, na

¹² Na verdade, entre janeiro de 1965 e setembro de 1969, a fórmula usada era: $V_t = 10,00 \{ (P_{t-4} + P_{t-5} + P_{t-6}) / 3 \} / \{ (P_{abr/64} + P_{mai/64} + P_{jun/64}) / 3 \}$.

¹³ Entre julho de 1971 e novembro de 1972, a variação mensal da ORTN superou a do IGP-DI na maioria dos meses, acumulando um aumento real de 4,7%.

maioria dos meses, inferior à taxa de inflação.¹⁴ A perda maior, porém, ocorreu nos três primeiros meses de 1974, pois a variação de preços apresentou grande incremento. Enquanto no último trimestre de 1973, o IGP-DI cresceu 3,8%, no trimestre seguinte, a variação foi de 10,4%. O resultado final, durante toda essa fase de fórmula com componente pré-fixado, foi uma redução de 7,6% no valor real da ORTN.

Apesar do efeito desse componente pré-fixado, o principal fator de subcorreção da ORTN foi esse rápido crescimento da taxa de inflação no início de 1974. Mesmo que fosse mantida a fórmula anterior, isto é, sem elemento pré-fixado, a ORTN teria apresentado uma redução de 5,7% no seu valor real como decorrência da defasagem existente. O Gráfico 10 mostra o comportamento verificado do valor real da ORTN e o que seria obtido caso fosse mantida a fórmula anterior (ORTN simulada). De qualquer forma, essa fase representa a primeira intervenção discricionária governamental. Não somente foi alterada unilateralmente a fórmula vigente, como foi introduzido um componente arbitrário. A correção não dependia apenas do comportamento dos preços.

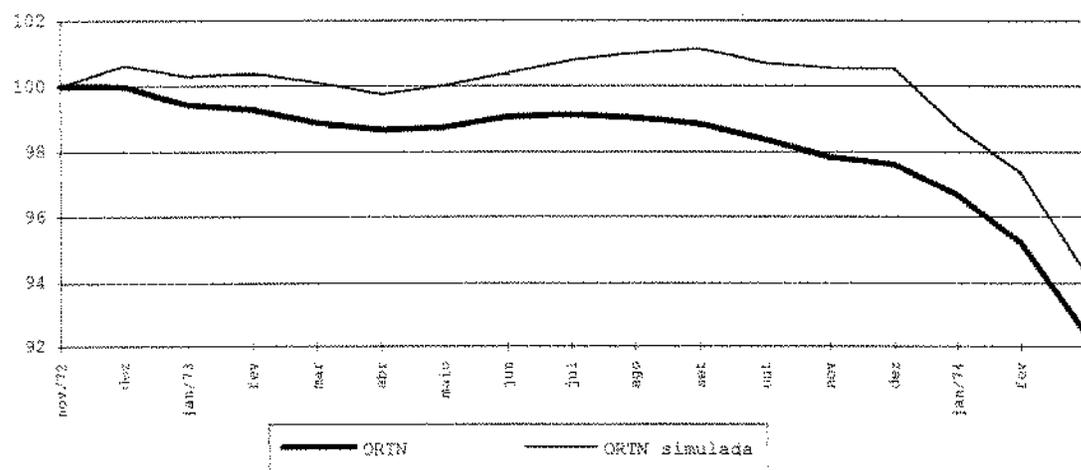
A terceira fase, entre abril de 1974 e julho de 1975, é representada pelo retorno da fórmula anterior. O comportamento do valor real da ORTN acompanhou claramente, de forma inversa, os movimentos de subida e queda da taxa de inflação. Como as taxas elevadas dos cinco primeiros meses de 1974 não mais se verificaram

¹⁴ Em dezembro de 1973, o valor da ORTN era, em termos reais, 2,4% inferior ao de novembro de 1972. Caso fosse utilizada a fórmula anterior, haveria um aumento real de 0,5%.

nos meses seguintes, a ORTN conseguiu recuperar seu valor, chegando em julho de 1975 com um aumento real de 2,7%.

GRÁFICO 10

EVOLUÇÃO DO VALOR REAL DA ORTN E DA ORTN SIMULADA
- NOV./1972-MAR./1974



FONTE DOS DADOS BRUTOS: BACEN; FGV.

NOTAS: 1. ORTN de nov./1972 = 100.

2. Deflator: IGP-DI.

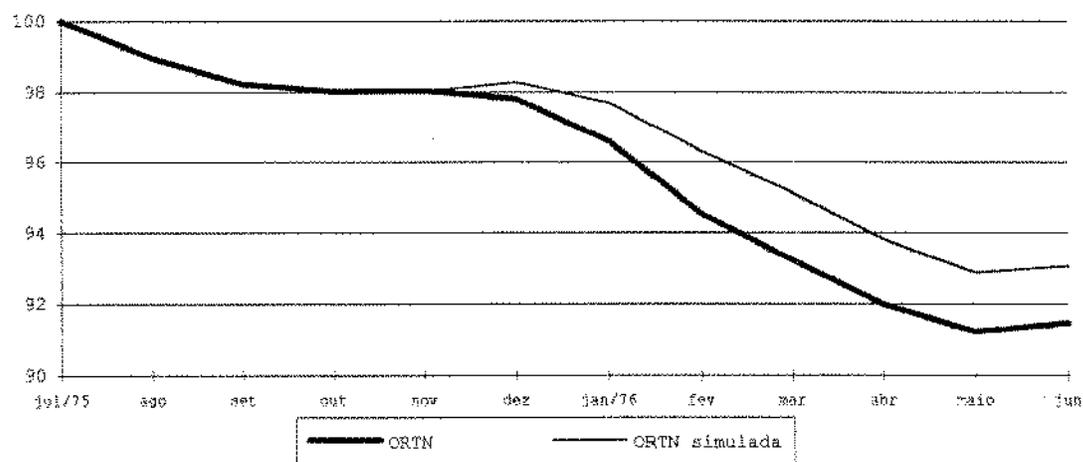
3. ORTN simulada é a que seria obtida caso a fórmula vigente anteriormente ainda se mantivesse, isto é, sem componente redutor.

A quarta fase tem seu início com a introdução de um novo índice de preços para o cálculo da correção, mantendo-se a fórmula anterior. No lugar do IPA-DI, foi introduzido o IPA-DI isento de variações acidentais ("expurgado"). Criado especialmente para a correção, esse índice excluía variações de preços decorrentes de fenômenos fortuitos, como enchentes, geadas, etc. O objetivo era "evitar que fenômenos fortuitos e alheios ao comportamento normal dos preços passem a representar causas de realimentação do processo inflacionário" (Rel. BACEN, 1977, p.137). Entre agosto de

1975 e junho de 1976, o valor real da ORTN apresentou uma queda constante, acumulando uma perda de 8,5%. Entretanto a causa principal não foi a substituição do índice. Nessa fase, enquanto a variação do IPA-DI foi de 36,0%, a do IPA-DI expurgado situou-se em 33,6%. Se fosse mantido o primeiro índice, a perda teria sido de 6,9%, como pode ser visualizado pelo Gráfico 11. O motivo principal da queda residiu no aumento da variação de preços da casa dos 2% para 3% a.m.. De qualquer forma, a introdução de um índice expurgado afetou a credibilidade da correção monetária.

GRÁFICO 11

EVOLUÇÃO DO VALOR REAL DA ORTN E DA ORTN SIMULADA
- JUL./1975-JUN./1976



FONTE DOS DADOS BRUTOS: BACEN; FGV.

NOTAS: 1. ORTN de jul./1975 = 100.

2. Deflator: IGP-DI.

3. ORTN simulada é a que seria obtida caso fosse usado ainda o IPA-DI não expurgado.

Ao longo de todo o período jan./1967-jun./1976, o valor real da ORTN acumulou uma queda de 13,0%. Caso não fosse utilizado o componente de pré-fixação, nem o IPA-DI expurgado, a perda não

teria sido muito diferente: 9,7%. Portanto, o motivo principal da perda foi, sem dúvida alguma, a defasagem existente na fórmula vis-à-vis a tendência de crescimento da taxa de inflação iniciada em 1974.

4.2.1.2. O componente redutor: 1976-1979

Em julho de 1976, a correção monetária sofreu duas alterações importantes. A primeira delas foi a introdução de um componente pré-fixado na fórmula com peso de 20%. A segunda foi a diminuição da defasagem da indexação. Reduziu-se em dois meses o prazo entre o mês a ser corrigido e os meses de referência empregados no cálculo:

$$V_t = 0,8 \cdot V_{t-1} \frac{P_{t-2} + P_{t-3} + P_{t-4}}{P_{t-3} + P_{t-4} + P_{t-5}} + 0,202343 \cdot V_{t-1}$$

Anteriormente, o coeficiente de correção era conhecido com quase três meses de antecedência. Com a nova fórmula, esse valor passou a ser conhecido com cerca de 20 dias de antecedência, tendo em vista que o IPA é divulgado em torno do dia 10 de cada mês. Isto é, somente havia o conhecimento do novo valor da ORTN no mês imediatamente anterior. O motivo alegado para o uso desse fator foi exatamente de evitar que a correção monetária pudesse funcionar como correção pré-fixada (Rel. BACEN, 1977, p.136). Algum grau de previsibilidade, porém, ainda se mantinha em virtude da utilização de média móvel e da aplicação do componente pré-fixado.

A redução da defasagem, obviamente, atuaria no sentido de tornar a correção mais próxima da inflação corrente, diminuindo-se as diferenças entre as duas decorrentes de aumentos ou decréscimos na variação de preços. Entretanto com a aplicação do fator pré-fixado, que correspondia a uma inflação anual de 15%, nitidamente inferior à taxa de inflação verificada, a correção monetária situou-se sistematicamente abaixo dessa última. A variação de preços, no acumulado de 12 meses, nunca esteve abaixo de 35% nesse período. Os motivos alegados para a introdução desse fator foram o de reduzir a atratividade dos títulos indexados e o de atenuar a influência da correção monetária na inflação (Rel. BACEN, 1977, p.136).

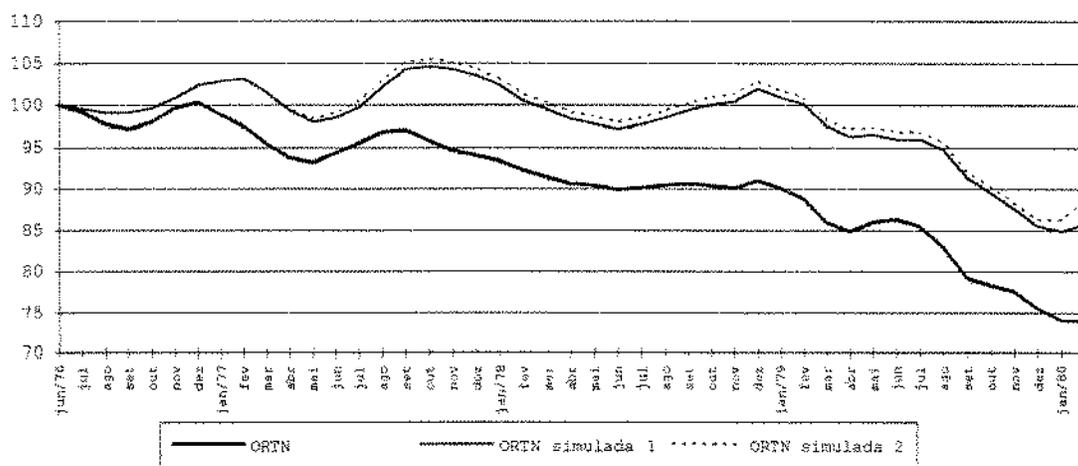
O resultado final foi uma expressiva perda no conteúdo real dos contratos indexados. No período considerado, a ORTN teve uma redução de 26,0% no seu valor real. Procurando demonstrar os efeitos da aplicação dessa fórmula, os Gráficos 12 e 13 apresentam a evolução dos valores reais da ORTN que seriam obtidos na hipótese de utilização de outras fórmulas. Se fosse mantida a fórmula anterior de cálculo, a perda teria sido inferior, de 14,2% (ORTN simulada 1 no Gráfico 12). Isso deixa claro que a melhoria na qualidade do indexador decorrente da redução da defasagem foi mais do que compensada pelo efeito do componente pré-fixado.

O papel desempenhado pelo elemento pré-fixado torna-se mais claro quando se faz a simulação do comportamento da ORTN considerando, no seu cálculo, a menor defasagem da fórmula nova, mas sem o fator pré-fixado. A perda reduzir-se-ia a 11,9% (ORTN simulada 3

no Gráfico 13). Se fosse realizada ainda uma combinação sem o redutor e sem o IPA-DI expurgado, isto é, uma fórmula de cálculo sem nenhum tipo de expurgo (ORTN simulada 4 no Gráfico 13), a perda teria sido de apenas 6,0%. Essa verificar-se-ia basicamente em 1979, em virtude da combinação da existência de alguma defasagem na fórmula com o forte crescimento da taxa de inflação desse ano.

GRÁFICO 12

EVOLUÇÃO DO VALOR REAL DA ORTN E DAS ORTNS
SIMULADAS 1 E 2 - JUN./1976-FEV./1980



FONTE DOS DADOS BRUTOS: BACEN; FGV.

NOTAS: 1. ORTN de jun./76 = 100.

2. Deflator: IGP-DI.

3. ORTN simulada 1 é a que seria verificada caso fosse mantida a fórmula anterior (sem redutor e com IPA-DI expurgado).

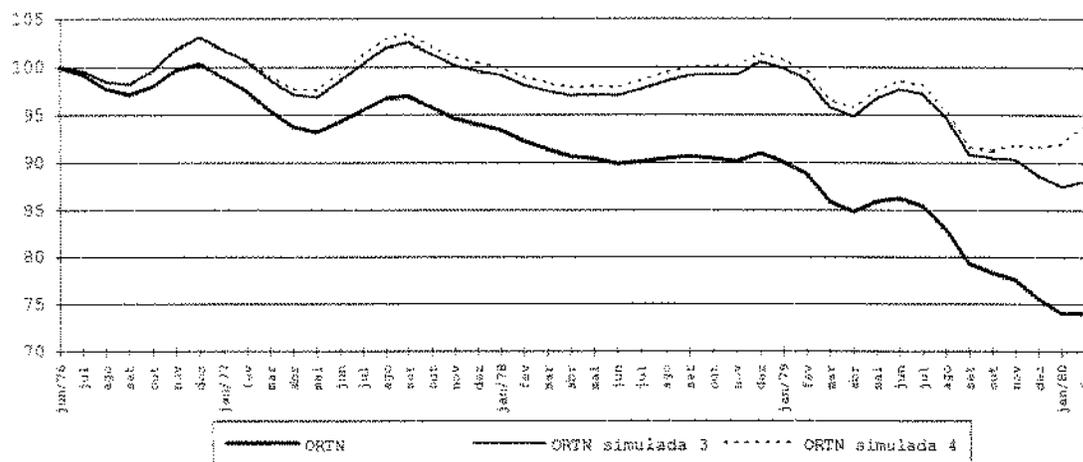
4. ORTN simulada 2 difere da simulada 1 apenas pelo IPA-DI usado não ser o expurgado.

Por fim, a utilização do IPA-DI isento de variações acidentais teve alguma repercussão, mas relativamente pequena. Na hipótese de uso do IPA-DI sem expurgos na fórmula vigente no período, a perda teria ainda sido significativa, de 22,0%. O principal

efeito do emprego desse índice expurgado incidiu sobre as ORTNs de novembro de 1979 a fevereiro de 1980.¹⁵ Em função dos expurgos do petróleo e derivados, no quadrimestre de 1979, o IPA-DI isento de variações acidentais aumentou 22,1%, ao passo que o IPA-DI teve um acréscimo de 30,5%.

GRÁFICO 13

EVOLUÇÃO DO VALOR REAL DA ORTN E DAS ORTNs
SIMULADAS 3 E 4 - JUN./1976-FEV./1980



FONTE DOS DADOS BRUTOS: BACEN; FGV.

NOTAS: 1. ORTN de jun./1976 = 100.

2. Deflator: IGP-DI.

3. ORTN simulada 3 é a que seria verificada caso não fosse aplicado o fator pré-fixado, mas com a menor defasagem da fórmula vigente (e com IPA-DI expurgado).

4. ORTN simulada 4 difere da simulada 3 apenas pelo IPA-DI usado não ser o expurgado.

Portanto, três foram os fatores fundamentais de subcorreção da indexação nesse período. O principal deles constituiu-se no componente pré-fixado, dada a elevada diferença entre seu valor e a taxa de inflação efetiva. A permanência ainda de alguma defasa-

¹⁵ Nesses meses, enquanto o aumento do valor da ORTN foi de 18,5%, o do IGP-DI alcançou 25,4% - perda de 5,5% para a ORTN.

gem na fórmula, por sua vez, contribuiu principalmente ao longo de 1979. O terceiro fator, o emprego do IPA-DI expurgado, teve uma importância significativa nos últimos quatro meses do período.

4.2.1.3. A pré-fixação: 1980

Em 1980, a indexação foi totalmente desvirtuada mediante a pré-fixação da correção monetária. Estabeleceu-se o valor de 45% para 1980, reajustado depois para 50% - para o período jul./1980-jun./1981 -, fixando-se os valores mensais com antecedência de dois meses. Esse procedimento foi adotado para os valores da ORTN de março a dezembro de 1980. Na verdade, a indexação perdeu a sua característica principal, que é a do conhecimento *a posteriori* do valor monetário.¹⁶ Não foi uma alteração na natureza da indexação, mas representou a sua própria negação.

Porém, além do próprio desvirtuamento da indexação, procedeu-se a uma fixação em valores claramente inferiores à taxa de inflação vigente.¹⁷ O argumento governamental foi o de tentar influenciar as expectativas inflacionárias.¹⁸ O resultado foi um decréscimo no valor real da ORTN, no período mar.-dez./1980, de 26,8% - correção monetária de 39,0% contra inflação de 89,9%. Em 10 meses,

¹⁶ Claro que algum grau de imprevisibilidade ainda se mantinha pois não havia a garantia de que o governo manteria, ao longo do tempo, os valores pré-fixados.

¹⁷ A variação do IGP-DI fora de 77,2% em 1979 e 7,3% a.m. em dezembro de 1979, o que equivalia a 132,7% a.a..

¹⁸ A correção cambial também foi pré-fixada - no valor de 40% para 1980 - com o objetivo de eliminar o grau de incerteza do custo dos recursos externos, excluindo possibilidade de outra máxidesvalorização (Rel. BACEN, 1981, p.55). A máxi de dezembro de 1979 havia incrementado as expectativas inflacionárias ao mesmo tempo que quebrara a convenção, de mais de uma década, de minidesvalorizações da taxa de câmbio, sempre abaixo da taxa de inflação. Portanto, os contratos com cláusula cambial perderam a peculiaridade de, embora indexados, possuírem alguma garantia sobre os valores relativos no futuro.

portanto, a perda foi superior à acumulada nos 44 meses anteriores com a fórmula do redutor.

4.2.1.4. A aproximação com a inflação corrente e um novo expurgo: 1981-1984

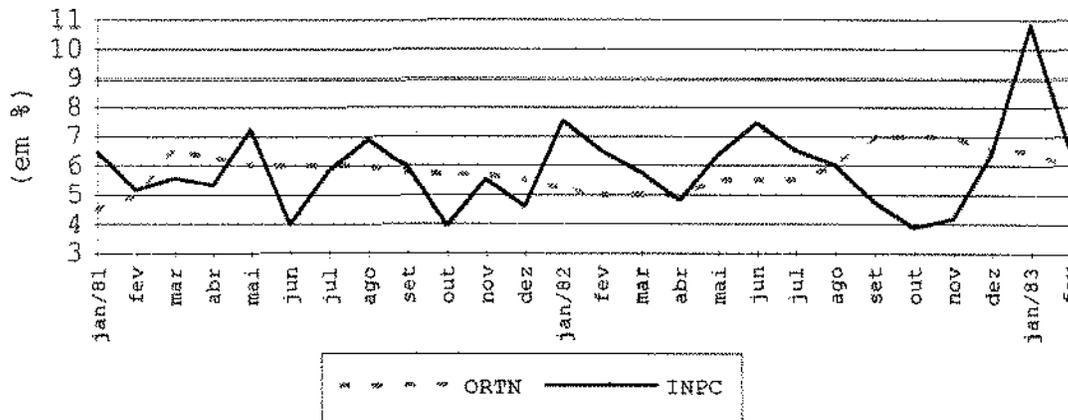
A experiência da pré-fixação da correção monetária e em valores significativamente abaixo da inflação não poderia durar por muito tempo. A inflação anual superior a 100% exigia uma indexação com um mínimo de aderência à variação de preços. Esse novo período, no qual a indexação apresentou grande difusão no sistema financeiro, pode ser dividido em três fases. A primeira e a última não produziram nenhuma queda, pelo menos significativa, no valor real da ORTN.

A primeira fase estende-se de janeiro de 1981 a fevereiro de 1983. As autoridades anunciaram que o Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) do IBGE seria o **termo de referência** para o cálculo da correção monetária. A forma como seria determinado esse cálculo não foi divulgada. No acumulado dessa fase, a indexação situou-se 3,6% abaixo da taxa de inflação medida pelo IGP-DI e 2,4% inferior à variação do INPC. Aparentemente, a correção teria apresentado uma aderência relativamente satisfatória com o aumento dos preços. Porém o problema localizou-se na diferença entre a correção monetária e a taxa de inflação em cada mês, conforme pode ser visualizado no Gráfico 14. Enquanto a correção monetária mostrava alguma estabilidade, a inflação mensal medida pelo INPC apresentava grande variação. Como salienta Almeida et al. (1988, p.56), a correção monetária era pré-fixada com dois meses de ante-

cedência, o que originava algumas discrepâncias em determinados momentos. Por exemplo, com a subida da inflação em junho de 1982, a indexação ficou atrás do aumento dos preços, o que levou o governo a "compensar" nos meses seguintes, fixando acima da inflação. Apesar dessas discrepâncias, a correção monetária, depois de muitos anos, voltava a ser considerada como instrumento de preservação do valor real dos contratos e não fator para reduzi-lo.

GRÁFICO 14

VARIAÇÃO MENSAL DA ORTN E DO INPC - JAN./1981-
FEV./1983



FONTE: BACEN; IBGE.

A segunda fase teve duração de nove meses - março a novembro de 1983 -, mas foi o bastante para ser um retorno de perdas para a correção monetária. Inicialmente se estabeleceu que a correção no quadrimestre março-junho seria igual à variação acumulada do IGP-DI no mesmo período. A partir de julho, a correção monetária seria igual à variação do IGP-DI acumulado em cada trimestre.¹⁹ Entre-

¹⁹ Res. nº 802, de 10/03/83.

tanto, mais tarde, alterou-se o índice utilizado. Determinou-se que a correção de março-junho de 1983 seria de acordo com o IGP-DI **ajustado** do mesmo período.²⁰ A variação acumulada em cada trimestre desse novo índice, a partir de julho, passava a determinar a indexação. O IGP-DI ajustado exclui as variações de preços consideradas como "inflação corretiva" - aumentos decorrentes de retiradas de subsídios ou de elevação brusca de preços, em moeda estrangeira, de produtos importados ou exportáveis, advinda de choques de oferta no mercado internacional -, ou ainda decorrentes de fenômenos "acidentais" - quebra de safra de produtos agrícolas alimentares provocada por fatores climáticos ou perturbações de oferta ocasionadas por outros fatores excepcionais (Conj. Econ., 1983).

O emprego desse índice expurgado foi o responsável principal pela queda de 15,8% no valor real da ORTN. Nessa fase, enquanto a variação do IGP-DI atingiu 148,9%, a do IGP-DI ajustado foi de 120,3%, por conseguinte, 11,5% inferior.

Todavia a subcorreção da indexação não favorecia a política ativa de taxa de juros. Dessa forma, a determinação dos valores da indexação passou a entrar nas negociações com o FMI. No adendo à terceira carta de intenções em novembro de 1983, ficou estabelecido que, para garantir taxas reais de juros positivas, a correção monetária das obrigações financeiras passava a ser determinada ao final de cada mês "de forma a não ser menor que a taxa de inflação (medida pelo Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna ajustado pelas acidentalidades) correspondente" (Brasil Prog.

²⁰ Res. nº 841, de 28/06/83.

Econ., 1984, p.12). A fórmula utilizada, que vigorou entre dezembro de 1983 e abril de 1985, foi a seguinte:

$$V_{t+1} = \frac{\text{IGP-DI}_t}{\text{IGP-DI}_{t-1}} V_t$$

Assim, o valor da ORTN do mês de abril, por exemplo, era superior ao valor da de março em percentual igual à taxa de inflação desse último mês. Mas a garantia do valor real da correção poderia ser prejudicada pela manutenção do IGP-DI ajustado. Entretanto, nos 17 meses de vigência da fórmula (dezembro de 1983 a abril de 1985), a variação desse índice expurgado foi de 417,0% contra 422,2% do IGP-DI - apenas 1,0% inferior. Além da variação dos dois ter sido diferente somente em dois meses, nesses - correspondentes aos valores da ORTN de fevereiro e abril de 1984 -, a indexação acompanhou o IGP-DI e não o IGP-DI ajustado.

Essa fase representou a forma mais avançada até então de indexação. Pela primeira vez, a correção monetária seguia a taxa de inflação mensal. Além disso, enquanto, no caso do emprego do INPC na primeira fase desse período, esse índice era apenas o termo de referência, nessa terceira fase, a correção dava-se por uma fórmula definida. Havia um método claro de cálculo da correção e que não trazia perdas para a indexação. No acumulado dessa fase, a ORTN apresentou um crescimento real de 1,1% e, utilizando-se como deflator o aumento do IGP-DI do mês anterior, uma variação de 0,0%.

4.2.1.5. A tentativa de redução da incerteza gerada pela indexação: 1985

A fórmula vigente trazia à tona, porém, uma contradição do sistema de indexação. Quanto mais a sistemática fazia com que a correção monetária acompanhasse a taxa de inflação corrente, isto é, quanto mais perfeito tornava-se o indexador, mais incerto afigurava-se o seu valor. Como visto ao longo da década de 70, a prefixação parcial ou total da correção e a defasagem nos meses utilizados traziam problemas quanto à qualidade do indexador, mas asseguravam uma melhor previsibilidade sobre os valores monetários dos contratos indexados.

Pela sistemática vigente no início de 1985, somente se conhecia o valor da ORTN de um determinado mês ao longo do próprio mês. E esse valor dependia exclusivamente do comportamento da taxa de inflação de um único mês. O resultado, inerente a qualquer sistema de indexação "genuíno", era uma elevada incerteza no mercado financeiro. Buscando então reduzir os riscos operacionais das instituições financeiras e ampliar a colocação de títulos da dívida pública de curto prazo (Almeida et al., 1988, p.92), nova fórmula começou a vigorar a partir de maio de 1985.²¹ A correção monetária passou a ser calculada com base na média geométrica das três últimas variações mensais do IGP-DI (coluna 2 - isto é, não é o ajustado) com um mês de defasagem:

$$V_{t+1} = \left(\frac{\text{IGP-DI}_{t-1}}{\text{IGP-DI}_{t-2}} \quad \frac{\text{IGP-DI}_{t-2}}{\text{IGP-DI}_{t-3}} \quad \frac{\text{IGP-DI}_{t-3}}{\text{IGP-DI}_{t-4}} \right)^{1/3} V_t$$

²¹ Res. nº 1.001, de 21/03/85.

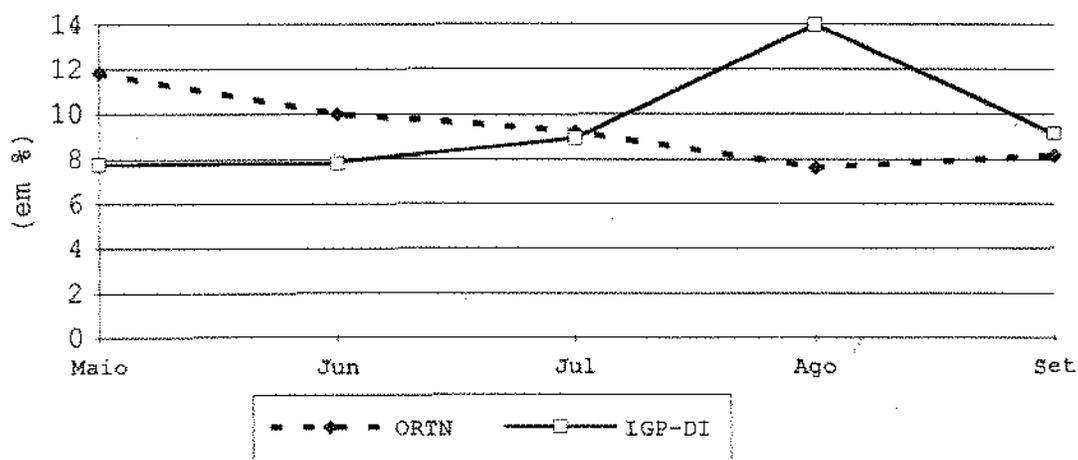
Duas eram as implicações importantes. Em primeiro lugar, o valor da ORTN do mês seguinte passava a ser conhecido no mês corrente. A segunda alteração era a volta da defasagem de alguns meses na indexação. Com esses dois fatores, a indexação tinha reduzida a sua característica de ser uma fonte de incerteza sobre os valores monetários. A correção dependia agora do comportamento da taxa de inflação de até cinco meses anteriores. Eram os mesmos meses utilizados na fórmula de 1976-1979. Entretanto o ano de 1985 apresentava um contexto inflacionário bastante distinto desses anos. Enquanto, em 1979, o IGP-DI alcançou um aumento de 77,2%, em 1985, a variação foi de 235,1%. Nos cinco meses em que vigorou esse método, a perda, no acumulado, foi de apenas 0,7%. No entanto o problema concentrou-se exatamente na defasagem dessa fórmula. Com o movimento oscilatório na taxa de inflação, a correção monetária situou-se, ora bastante acima, ora significativamente abaixo da variação de preços (Gráfico 15). A queda da inflação em abril, permanecendo estável até junho, produziu uma correção monetária bastante superior ao aumento dos preços. Posteriormente, com o crescimento inflacionário, a indexação passou a correr atrás da variação dos preços. A consequência foi a formação de problemas no circuito financeiro. A defasagem da correção estimulava a retirada das aplicações indexadas, como os fortes saques dos depósitos de poupança. O carregamento da dívida pública também era prejudicado, pois o custo do financiamento no *overnight* poderia ultrapassar a sua rentabilidade média (Carneiro, Miranda, 1986, p.15).

Essa nova fórmula manteve-se por somente cinco meses. Tornava-se claro a partir de então que a magnitude e a aceleração da

taxa de inflação requeriam mecanismos indexatórios que garantissem uma correção atrelada à variação **corrente** de preços. O indexador teria de possuir características que assegurassem o papel de evitar transferências inesperadas de renda. Mais que isso, ficava evidente que o desenvolvimento das quase-moedas e o decréscimo dos prazos dos demais haveres financeiros reduziam sobremaneira a possibilidade de vigência de um indexador que não tivesse a capacidade de acompanhar rapidamente as variações da taxa de inflação. No caso das aplicações no *overnight*, explicitava-se que o indexador não poderia aumentar o risco de taxas das instituições financeiras. A indexação formal teria de guardar um mínimo de coerência com a indexação informal do *overnight*.

GRÁFICO 15

VARIAÇÃO MENSAL DA ORTN E DO IGP-DI - MAIO-
SET./1985



FONTE: BACEN; FGV.

A partir de outubro de 1985, o valor da ORTN de um determinado mês voltou a ser definido pela taxa de inflação do mês ante-

rior. Em outubro e novembro, utilizou-se o IGP-DI (coluna 2),²² e, a partir de dezembro, começou-se a usar o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), calculado pelo IBGE.²³ Essa última alteração, naquele momento, gerou um descrédito, pois enquanto a variação do IGP-DI de novembro foi de 15,0%, a do IPCA situou-se em 11,1%. Em janeiro de 1986, esse índice também tornou-se o indexador salarial. O objetivo da adoção do IPCA era assegurar uma maior uniformização dos indexadores na economia, garantindo um maior equilíbrio, por exemplo, ao Sistema Financeiro da Habitação (Almeida *et al.*, 1988, p.107). Contudo, como salientam Teixeira e Costa (1986, p.185), essas mudanças diversas, num período tão curto de tempo, aumentaram a incerteza sobre a correção monetária, caracterizada como dependente das conveniências governamentais.

4.2.1.6. A primeira tentativa de desindexação e a criação das LBCs: 1986

O Plano Cruzado, editado no final de fevereiro de 1986, marcou a primeira tentativa de desindexação da economia brasileira, considerada fundamental para o sucesso do programa. A indexação foi proibida para os contratos com prazo inferior a um ano e para qualquer instrumento de captação de recursos das instituições financeiras,²⁴ à exceção dos depósitos de poupança e dos saldos do FGTS, PIS e PASEP, os quais passaram a ter reajuste pelo Índice de Preços ao Consumidor (IPC) instituído pelo IBGE. Determinou-se o congelamento do valor da ORTN, transformada em OTN, pelo período de um ano. Essa investida contra a correção monetária era bastante

²² Res. n.º 1.047, de 29/08/85.

²³ Res. n.º 1.062, de 27/11/85.

²⁴ Res. n.º 1.114, de 19/03/86.

diferente das anteriores, as quais se restringiam a manipulações do indexador e mantinham intacta a abrangência de sua utilização.

Como as emissões das ORTNs em 1985 haviam sido principalmente com as de um ano de prazo, o congelamento do seu valor pelo período de doze meses trouxe perdas para seus detentores frente à existência de certo nível inflacionário ao longo de 1986, o que levou à formação de deságio nas suas negociações (Carneiro, 1987, p.7).

Por outro lado, buscou-se desenvolver um novo conceito de indexação, não mais vinculado a índices de preços, mas a taxas de juros. Como tratado no capítulo anterior, o governo introduziu a possibilidade de operações ativas e passivas das instituições financeiras realizarem-se com taxas de juros flutuantes. Tais operações deveriam ter vencimento igual ou superior a 180 dias e prazo mínimo para alteração da taxa de juros de 60 dias.²⁵ Em virtude da forte preferência por contratos de prazo curto e da instabilidade das taxas de juros, essas operações não se desenvolveram (Ogasavara, 1986, 1987).

A reaceleração inflacionária não só destruiu qualquer possibilidade de se alcançar a desindexação da economia, como também produziu alterações importantes nas características dos indexadores de forma a se buscar referenciais mais próximos da variação de preços corrente.

Na verdade, o período do Plano Cruzado explicitou a dualidade da indexação financeira brasileira: a formal, que corrigia os va-

²⁵ Res. nº 1.143, de 26/06/86, e Circ. 1.047, de 09/07/86.

lores da ORTN/OTN e dos demais papéis indexados, e a informal, representada pela taxa de financiamento no *overnight*. Ambas deveriam possuir determinada coerência de modo a reduzir os riscos das instituições financeiras no carregamento da dívida pública, garantindo assim o crescimento dessa última e evitando o rompimento das funções da moeda fora do espectro moeda-quase-moeda. Em 1986, com o congelamento da correção monetária, a elevação da taxa de juros no *overnight* exigiu a emissão de papéis com as características das LBCs, certamente mais apropriadas também ao novo contexto que se formaria, de taxas de inflação cada vez mais elevadas e voláteis. As LBCs, criadas em maio de 1986²⁶, possuíam como característica principal o rendimento definido pela taxa média ajustada dos financiamentos por um dia apurados no Selic (Serviço Especial de Liquidação e Custódia) para títulos públicos federais. Dessa forma, o principal título público incorporava como indexador a própria indexação informal do *overnight*. Nesse sentido, representou a "vitória" da indexação das quase-moedas.

Assim, eliminou-se a dualidade da indexação ou a tensão existente entre os dois sistemas - formal e informal -, reduzindo significativamente o perigo de descasamento indexatório para as instituições financeiras. A criação das LBCs representou também a institucionalização da indexação diária e, pela primeira vez, a utilização formal de uma taxa de juros como indexador. Por meio desse mecanismo, a indexação atingiu a sua forma mais avançada para um contexto de forte aceleração inflacionária. Em vez de atrelamento a um índice que mede a inflação passada, o indexador

²⁶ Res. nº 1.124, de 15/05/86.

procurava acompanhar a variação de preços corrente ou a inflação "na margem".

Portanto, a polarização da riqueza financeira nas quase-moedas fazia convergir para si todo o mercado financeiro, inclusive sob o aspecto indexatório. Não somente a maioria da dívida pública mobiliária estava atrelada formalmente à taxa de rendimento do *overnight*, mas o rendimento das LBCs, além de parâmetro de comparação com outras formas de aplicação de capital, transformou-se, por certo período, no próprio indexador dos DPFs, LCs, depósitos de poupança, operações de crédito e até mesmo das OTNs.

4.2.1.7. A indexação pela inflação corrente, a indexação ao *overnight* e a indexação diária: 1986-1990

A velocidade do crescimento da inflação e as suas taxas inéditas, após o término do Plano Cruzado, imporiam a necessidade de alterações no sistema indexatório brasileiro. Na segunda metade dos anos 80, a tentativa de contrapor-se às imperfeições na indexação geradas pela aceleração do processo inflacionário fez desenvolver a indexação diária - atrelada ou não à taxa do *overnight* -, procurando-se, dessa forma, acompanhar a inflação corrente.

A permissão da volta da indexação para os depósitos a prazo fixo e letras de câmbio, a partir de dezembro de 1986, ocorreu com a vinculação, não mais a indexadores baseados em índices de preços, mas ao rendimento das LBCs,²⁷ do mesmo modo que para as operações ativas correspondentes.²⁸ Duas eram as inovações importantes

²⁷ Res. nº 1.225, de 01/12/86.

²⁸ Res. nº 1.226, de 02/12/86.

para esses papéis. A primeira era a indexação vinculada a uma taxa de juros e não à variação de preços. Dessa forma, a indexação a juros, em vez de ser empregada para garantir operações de médio e longo prazos, como pretendido pela possibilidade introduzida com a Res. nº 1.143 - operações a taxa de juros flutuantes -, acabou sendo usada para as de curto prazo. A segunda inovação era o uso de um indexador diário.

A necessidade de indexadores diários prendia-se a dois fatores. O primeiro deles era o próprio encurtamento dos prazos contratuais. O segundo fator era representado pelos níveis alcançados pela taxa de inflação. Com a indexação diária, o indexador teria melhores condições de refletir a inflação corrente. No caso dos contratos cujo vencimento não incidia no início do mês, a utilização da variação do indexador diário ao longo do mês evitava a correção em função somente do valor do indexador do dia primeiro de cada mês, o que poderia representar, no contexto de aceleração da inflação, uma defasagem na correção.

No entanto o processo de definição da variação do indexador diário enfrentava as dificuldades de avaliação, naquele contexto inflacionário, da redução do poder aquisitivo da moeda, dada a inexistência de índice diário de preços. Mas a autoridade monetária não apenas tinha de "acertar" a taxa de inflação corrente, como também precisava levar em consideração as estimativas/avaliações dos agentes econômicos sobre a variação de preços corrente. Por outro lado, a própria taxa do over servia como balizador das expectativas inflacionárias. Assim, o Banco Central, na

definição dessa taxa, simultaneamente ao objetivo de garantir ganhos reais às quase-moedas, não deveria exacerbar as expectativas de variação de preços (Carvalho, 1992, p.140-141). No momento em que o over tornou-se indexador formal, essa tarefa tornou-se ainda mais complicada, pois afetava diretamente quase todo o conjunto de ativos financeiros.

A própria correção da OTN ficou vinculada à taxa do over. Após atualização do seu valor em março de 1987,²⁹ o valor da OTN passou a ser determinado pela variação do IPC do IBGE ou pelo rendimento das LBCs, o que fosse maior.³⁰ Pela primeira vez, o cálculo da correção monetária usava dois parâmetros alternativos e um deles constituindo-se numa taxa de juros. Assim, com a vinculação das OTNs ao rendimento das LBCs, todo o sistema indexatório convergiu para a taxa do over. Admitia-se e formalizava-se o papel das quase-moedas.

Essa situação alterou-se com o Plano Bresser, que definiu, a partir de agosto de 1987, o IPC, com novo período de comparação, como o único parâmetro para a indexação oficial,³¹ proporcionando maior grau de liberdade à política monetária.³²

²⁹ Depois de diversas alterações, o critério usado para a atualização do valor da OTN em março de 1987 foi o da variação do IPC do período de março a novembro de 1986 e, nos meses de dezembro de 1986 a fevereiro de 1987, a que fosse maior, a variação do IPC ou a remuneração das LBCs (Decreto-Lei nº 2.311, de 23/12/86). A variação do IPC foi superior em dezembro e janeiro, mas inferior em fevereiro. A correção monetária dos depósitos de poupança, creditada nos meses de dez./86 a fev./87, também seguiu o mesmo critério (Res. nº 1.217, de 24.12.86, e Res. nº 1.236, de 30.12.86).

³⁰ Res. nº 1.265, de 26/02/87. O mesmo procedimento foi adotado para a correção monetária dos depósitos de poupança, do FGTS e do PIS-PASEP.

³¹ Res. nº 1.335, de 15/06/87. Até maio de 1987, o IPC foi calculado com base nos preços coletados no mês civil. A partir de julho, o período de referência passou a compreender os preços da segunda quinzena do

Contudo o Plano Bresser impôs uma perda à correção monetária exatamente nessa passagem de indexador: definiu o valor da OTN de julho de 1987 pelo rendimento da LBC, evitando-se com isso a utilização do IPC de junho, que concentrava todos os aumentos de preços ocorridos até o início do congelamento, e o da OTN de agosto pelo IPC de julho, que captou somente a variação de preços pós-congelamento. A combinação do rendimento da LBC de junho de 18,0% - abaixo da variação de qualquer índice de preços - e a variação do IPC de julho de apenas 3,05% gerou uma correção monetária bastante inferior à taxa de inflação. Enquanto a OTN de julho e agosto acumulou uma variação de 21,6%, a taxa de inflação acumulada de junho e julho situou-se em 29,9%, 33,0% e 37,6%, de acordo com o IPC, o IPCA e o IGP-DI, respectivamente. Portanto, o Plano Bresser representou a primeira vez que se expurgou a correção monetária pela troca de um índice que carregava a inflação passada por um que considerava tão somente a variação corrente.

A vinculação da OTN exclusivamente ao IPC, porém, não evitou a ampliação da indexação diária. A partir de outubro de 1987, a própria OTN passou a ter correção diária, devendo refletir as expectativas de inflação do governo. Ficaram conhecidas como OTN Fiscais, pois foram criadas para efeito de arrecadação de tribu-

mês anterior e a primeira quinzena do mês de referência. Determinou-se ainda procedimento especial para o cálculo do IPC de junho e de julho. Com essa alteração, determinada pelo Decreto-Lei nº 2.335, de 12/06/87, o valor do IPC de um determinado mês passou a ser conhecido durante o próprio mês.

³² Entretanto os depósitos de poupança, o FGTS e o PIS-PASEP ainda mantiveram a ressalva de que incorporariam o rendimento das LBCs que excedesse a variação do IPC e o percentual fixo de 0,5% (Res. nº 1.338, de 15/06/87).

tos.³³ Essas OTNs não eram colocadas em mercado, funcionando exclusivamente como indexador. Os DPFs e LCs, quando indexados, não poderiam mais empregar a LBC, mas somente a OTN e depois apenas a OTN Fiscal.³⁴ Como salienta Carvalho (1992, p.144), o Banco Central passou a operar de fato com três indexadores diários: LBC, taxa de câmbio e OTN Fiscal.

Todavia o Plano Verão, no início de 1988, novamente expurgou a correção monetária, gerando uma perda razoável aos detentores de haveres indexados à OTN/OTN Fiscal.³⁵ Essas foram extintas, sendo que o valor congelado da OTN Fiscal representava uma variação de apenas 12,2% ao longo do mês de janeiro e o da OTN ficava congelado com o valor de janeiro.

Porém a tentativa de desindexação desse plano foi rapidamente frustrada.³⁶ A permanência de certo patamar inflacionário e o seu fortíssimo recrudescimento nos meses seguintes a níveis até então

³³ O valor da OTN Fiscal era divulgado pela Secretaria da Receita Federal, servindo de base de cálculo do juro real das aplicações financeiras.

³⁴ Res. nº 1.397, de 22/09/87, e Res. nº 1.422, de 27/11/87. O mesmo definiu-se para as operações ativas dos bancos comerciais e de investimento e das financeiras, que poderiam usar tanto a OTN como a OTN Fiscal (Res. nº 1.433, de 15/12/87). A atualização dos valores das cadernetas de poupança, do FGTS e do PIS-PASEP passou a ser feita exclusivamente pela variação da OTN a partir de novembro de 1987 (Res. nº 1.396, de 22/09/87).

³⁵ No caso dos detentores das próprias OTNs, o governo reduziu as perdas das instituições financeiras mediante a troca desses papéis em poder do mercado por LFTs.

³⁶ O Plano Verão extinguiu a indexação diária e proibiu operações indexadas com prazo igual ou inferior a 90 dias - exceção às cadernetas de poupança, cujo rendimento passou novamente a depender da remuneração dos títulos públicos. Entretanto, no contexto vigente, processou-se a uma desorganização do sistema financeiro: "... proliferaram-se pela economia os 'contratos de gaveta' e indexadores dos mais diversos - das taxas do overnight à variação do dólar no paralelo. Isto demonstrou o quanto foi equivocada a extinção da correção monetária no bojo de um plano econômico cujo principal objetivo era impedir ou adiar a deflagração de um processo hiperinflacionário" (Rêgo, 1991, p.90).

nunca alcançados fizeram com que a indexação voltasse ainda com maior força. Em abril, a indexação oficial retornou com a criação do Bônus do Tesouro Nacional (BTN), corrigido pela variação do IPC do IBGE. Entretanto a rendição total do sistema à indexação ocorreu com a volta da oficialização da indexação diária, em junho de 1989, mediante a criação do BTN fiscal,³⁷ que expressamente poderia ser utilizado em qualquer contrato, não só do mercado financeiro.³⁸

Durante toda essa fase posterior ao Plano Bresser, quando a correção monetária - à exceção de janeiro de 1989 - esteve vinculada exclusivamente à variação do IPC (agosto/1987-março/1990), o indexador apresentou uma evolução significativamente inferior à taxa de inflação. Utilizando como deflator a variação do IGP-DI do mês em que a OTN/BTN assume novo valor, a redução foi de 70,7%. Empregando a variação do IGP-DI do mês anterior, método mais adequado que o precedente, pois no mês anterior o valor do indexador está sendo corrigido diariamente até atingir o novo valor do mês em questão, a queda foi ainda significativa: 51,5%.

Esse comportamento tem dois fatores explicativos, além da subcorreção já mencionada de agosto de 1987. O primeiro deles está localizado na edição do Plano Verão. A variação da OTN Fiscal de apenas 12,2% ao longo do mês de janeiro de 1989 situou-se bastante aquém da taxa de inflação desse mês, que, medida pelo IGP-DI e

³⁷ Pela Circ. nº 1.484, de 17/05/89, os DPFs, as LCs e as operações ativas das instituições financeiras poderiam usar a BTN e, pela Circ. nº 1.498, de 21/06/89, poderiam empregar também a BTN fiscal.

³⁸ Medida Provisória nº 68, de 14/06/89, transformada na Lei nº 7.799, de 10/06/89. "Com isto, o uso da indexação diária para além das fronteiras do mercado financeiro foi legalizado" (Rêgo, 1990, p.148).

pelo IPCA, foi de 36,6% e 37,5%, respectivamente.³⁹ Depois, voltou-se a utilizar a variação do IPC. Porém, como o IPC de fevereiro captou unicamente a variação de preços pós-congelamento, a sua variação foi de somente 3,6% contra 11,8% do IGP-DI e 16,8 do IPCA.

O segundo fator encontra-se na diferença de magnitude de variação do IPC e do IGP-DI no acumulado do período. Entre agosto de 1987 e março de 1990, enquanto o índice do IBGE aumentou 151.370,5%, o da FGV cresceu 190.640,2%. A explicação principal reside na não coincidência do período de comparação. No IPC, o período de referência é entre os dias 16 e 15, ao passo que no IGP-DI é o mês civil. Com a trajetória fortemente crescente da inflação, o índice da FGV tendia a apresentar valores superiores.⁴⁰

Na verdade, a diferença entre as variações do IPC e do IGP-DI traz à tona um problema seríssimo em condições de elevadas e crescentes taxas de inflação: a medição da própria taxa de inflação. As variações diárias do BTN fiscal expressavam as estimativas de aumento do IPC do mês corrente. Esse índice, medida oficial da inflação, além de cotejar média contra média de preços, comparava a média verificada na segunda quinzena do mês anterior e na primeira quinzena do mês contra a média das duas quinzenas anteriores. Por conseguinte, com o contexto fortemente aceleracionista da

³⁹ A variação do IPC, como foi calculada extraordinariamente de forma a captar todos os aumentos de preços ocorridos até 17-23 de janeiro - evitando o chamado "resíduo estatístico" para o índice do mês seguinte -, alcançou 70,3%.

⁴⁰ No mesmo período, o INPC e o IPCA, que apresentam período de coleta idêntico ao do IGP-DI, também apresentaram variações superiores à do IPC e mais próximas à do índice da FGV: 187.249,7% no caso do INPC e 198.648,2% no caso do IPCA.

inflação, o IPC estava longe de refletir a taxa de variação de preços corrente. Portanto, a variação do BTN, como estava atrelada a esse índice, apresentava perdas significativas. Na verdade, com as taxas de inflação alcançadas no segundo semestre de 1989, tornava-se difícil definir o índice de preços apropriado e, conseqüentemente, o juro real das operações financeiras (Carvalho, 1992, p.148). No limite, perde-se a própria noção de riqueza real.

O IPC do mês seguinte passou a ser considerado por muitos como uma forma mais adequada de medição dos ganhos reais. A Tabela 12 faz uma comparação do rendimento real do overnight a partir da utilização de diferentes deflatores, considerando os últimos 12 meses do Governo Sarney, período de grande aceleração inflacionária.⁴¹ É enorme a diferença encontrada.⁴² No caso da taxa bruta, o rendimento real calculado estende-se de 5,6% até 83,4%.

Portanto, nessa situação, mesmo que o indexador acompanhe fielmente determinado índice de preços, ele pode estar sendo forte fator de redução do rendimento real da aplicação. Alguns agentes menos avisados consideravam que, como seus haveres estavam indexados a um índice de preços do mês corrente, não estavam sendo submetidos a perdas. Entretanto, mais cedo ou mais tarde, começou ficar claro que, mesmo com o emprego de índices de preços do mês corrente, o valor da indexação pode ficar aquém da taxa de inflação vigente. Na verdade, tornou-se difícil precisar essa última.

⁴¹ Carvalho (1992, p.148-149) faz os mesmos cálculos considerando o segundo semestre de 1989.

⁴² "A disparidade entre esses resultados reforça a tese de que, num contexto de inflação elevada e em aceleração, a mensuração do juro real torna-se bem mais problemática e sua utilização bem menos relevante ..."(Carvalho, 1992, p.149).

Conseqüentemente, os agentes não possuíam condições de definir a taxa de juros real da economia.

TABELA 12

TAXA EFETIVA DE JUROS ACUMULADA DE
TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS NO OVERNIGHT,
DEFLACIONADA SEGUNDO VÁRIOS ÍNDICES - MAR./1989-FEV./1990

(em %)

| Deflator | Taxa bruta de juros | Taxa líquida de juros (1) |
|---------------------|---------------------|------------------------------|
| IPC do mês | 83,4 | 52,7 |
| IPC do mês seguinte | 5,6 | -12,1 |
| IGP-DI do mês | 43,7 | 19,6 |
| IGP-DI centrado | 8,9 | -9,3 |
| IPCA do mês | 37,6 | 14,5 |
| INPC do mês | 43,5 | 19,4 |

FONTE DOS DADOS BRUTOS: Bol. BACEN (1994). v.30, n.2, fev.

TAXA DE JUROS NO BRASIL (1991). 3.ed. S.Paulo:
Nova Análise. (ed.esp.rev."Análise Financeira").

(1) A taxa líquida exclui o imposto de renda descontado na fonte. Os critérios para sua obtenção encontram-se em TAXA DE JUROS... (1991).

Portanto, na segunda metade dos anos 80, as perdas sofridas pelos valores indexados tiveram duas origens. A primeira residiu no procedimento de cálculo adotado quando da edição dos Planos Bresser e Verão. A segunda decorreu da própria dificuldade do in-

dice de preços corrente de captar integralmente a aceleração da taxa de inflação.

4.2.2. O rendimento dos ativos indexados: o caso dos depósitos de poupança e das aplicações no *overnight*

O comportamento da correção monetária, ao não espelhar integralmente a queda do poder aquisitivo da moeda, atingiu diretamente os rendimentos dos haveres indexados. O caso mais notório é o dos depósitos de poupança, pois além de serem necessariamente indexados, remuneravam - além da correção monetária - com uma taxa de juros determinada pelo governo. Isso significa que o mercado não podia realizar nenhuma forma de ajuste no seu rendimento, como, por exemplo, uma elevação na taxa de juros para compensar uma expectativa de subcorreção da indexação. No caso dos depósitos a prazo fixo, em alguns momentos isso ocorreu, como foi em 1983, quando era obrigatório o uso da indexação nesses haveres. Como o indexador, por meio do IGP-DI expurgado, não acompanhava a evolução dos preços, as taxas de juros desses papéis elevaram-se para compensar o diferencial.

Os depósitos de poupança, na modalidade tradicional e principal dos depósitos livres e na mais recente da poupança rural, remuneraram a uma taxa fixa de 6% a.a., além da correção monetária.⁴³ Por conseguinte, o seu rendimento estava ligado basicamente ao comportamento do indexador oficial. Até fevereiro de 1986, a sua atualização monetária era de acordo com a correção do valor da

⁴³ Até 1983, a taxa de juros era de 6,0% a.a. Acompanhando a mudança para rendimento mensal, a taxa passou para 6,167% a.a. (Rel. BACEN, 1984, p.49-50).

ORTN. O seu rendimento real, ao longo de dois decênios, é apresentado na Tabela 13. Pode-se fazer uma divisão em quatro períodos.

TABELA 13

RENDIMENTO REAL DOS DEPÓSITOS DE POUPANÇA - 1970-1989

| Período | % no ano | Índice acumulado |
|---------|----------|------------------|
| 1969 | | 100,0 |
| 1970 | 6,0 | 106,0 |
| 1971 | 12,6 | 119,4 |
| 1972 | 5,9 | 126,5 |
| 1973 | 4,4 | 132,0 |
| 1974 | 4,3 | 137,7 |
| 1975 | 2,4 | 141,0 |
| 1976 | -0,2 | 140,7 |
| 1977 | -0,9 | 139,4 |
| 1978 | 3,3 | 144,0 |
| 1979 | -10,8 | 128,5 |
| 1980 | -23,7 | 98,1 |
| 1981 | 6,9 | 104,9 |
| 1982 | 6,3 | 111,4 |
| 1983 | -11,6 | 98,5 |
| 1984 | 6,2 | 104,6 |
| 1985 | 3,8 | 108,6 |
| 1986 | 3,9 | 112,8 |
| 1987 | 2,2 | 115,3 |
| 1988 | -3,5 | 111,2 |
| 1989 | 0,8 | 112,1 |

FONTE DOS DADOS BRUTOS: BACEN.

NOTAS: 1. Deflator: IGP-DI.

2. Índice acumulado tem como base dez./1969 = 100.

3. Considera-se, no cálculo do rendimento anual, o crédito no primeiro mês do ano subsequente.

No primeiro período, que se estende até 1975, o rendimento dos depósitos de poupança - embora cadente - situou-se acima da taxa de inflação, reflexo de uma indexação com certo grau de aderência à variação de preços. Entretanto, entre 1976 e 1980, esses haveres trouxeram prejuízos para o valor real do patrimônio de seus aplicadores, principalmente em 1979 e 1980. Nesses dois anos, a perda acumulada foi de 31,9%, superando o ganho real acumulado entre 1970 e 1978. O terceiro período, de 1981 a 1984, representa o retorno aos rendimentos reais positivos de 6% a.a., à exceção de 1983, quando ocorreram os expurgos na correção monetária. No quarto período, de 1985 a 1989, o rendimento real dos depósitos de poupança, em valores acumulados a cada ano é, em geral, positivo, embora decrescente e inferior aos 6% a.a.. Além disso, nesse último período, os rendimentos reais a cada trimestre apresentaram razoável volatilidade.⁴⁴

Apesar da queda do rendimento real na segunda metade dos anos 80, essa redução situou-se em nível significativamente inferior às perdas da correção monetária. A explicação encontra-se no fato de que, nesse período, os depósitos de poupança freqüentemente assumiram critérios de indexação mais vantajosos do que os da OTN/BTN.

Como assinalado no capítulo anterior, as aplicações em cadernetas de poupança tornaram-se bastante sensíveis aos diferentes sinais de rentabilidade oferecidos nos mercados de ativos. Essa sensibilidade foi incrementada com o encurtamento do seu prazo de rendimento para um mês, o que a tornou um ativo de curto prazo, facilmente deslocável para outras aplicações. Esses movimentos

⁴⁴ Para dados trimestrais, ver Barbosa (1993, p.384).

podiam ser canalizados para outros haveres financeiros, trazendo desequilíbrios nos circuitos segmentados do sistema financeiro, ou direcionados para o consumo, contrariando objetivos de política econômica. Depois da experiência do Plano Cruzado, essas aplicações, que constituem parcela significativa dos haveres financeiros, receberam uma atenção especial, seja pela manutenção do crédito mensal de seus rendimentos, seja por formas especiais de indexação que garantiam a sua atratividade *vis-à-vis* os demais ativos. O destaque aqui é a vinculação do seu rendimento, em vários momentos, à remuneração do *overnight*.

Mesmo com a desindexação buscada pelo Plano Cruzado e, em alguma medida, pelo Plano Verão, esses depósitos tiveram garantida a manutenção de mecanismos indexatórios. Em março de 1986, embora a OTN estivesse congelada pelo período de um ano, os depósitos de poupança passaram a utilizar como indexador a variação do IPC do IBGE.⁴⁵ A partir de dezembro do mesmo ano, a sua correção passou a depender tanto desse último índice como do rendimento das LBCs, o que fosse maior.⁴⁶ Entre agosto e outubro de 1987, os depósitos de poupança incorporavam o rendimento das LBCs que excedesse a variação da OTN - atrelada ao IPC - e o percentual fixo de 0,5%.⁴⁷ Em novembro do mesmo ano, retornou-se à vinculação exclusiva à OTN, o que perdurou até o início de 1989.⁴⁸ No Plano Verão, os depósitos de poupança ganharam novamente condições especiais. Entre feve-

⁴⁵ Res. nº 1.103, de 28/02/86.

⁴⁶ Res. nº 1.217, de 24/12/86, e Res. nº 1.236, de 30/12/86.

⁴⁷ Res. nº 1.338, de 15/06/87.

⁴⁸ Res. nº 1.396, de 22/09/87.

reiro e maio, o seu rendimento ficou vinculado ao da LFT.⁴⁹ Após, o indexador voltou a ser a OTN.

Nos momentos em que seu rendimento ficou atrelado ao dos títulos públicos, os depósitos de poupança não só evitaram as perdas sofridas pelo indexador OTN/BTN, como até obtiveram alguns ganhos reais que compensaram parcela dos prejuízos de outros momentos. No terceiro trimestre de 1987, o seu rendimento real, usando o IGP-DI como deflator, foi de 3,0%, mas no ano o acumulado foi de 2,2%. O caso mais forte ocorreu no primeiro trimestre de 1989, quando o rendimento real atingiu 10,7%, mas, no acumulado do ano, tão somente 0,8%.

Portanto, na segunda metade dos anos 80, o rendimento da poupança foi resguardado de uma queda maior em função da sua vinculação, em alguns momentos, às taxas de juros dos títulos públicos. Isso não evitou, porém, rendimentos reais inferiores aos 6%, embora, no acumulado do período, tenha apresentado valores positivos. Essa vinculação novamente deixa claro que a indexação informal do overnight tornou-se a mais importante no sistema financeiro. A indexação formal da OTN/BTN teve seu campo de influência encolhido. Nos momentos em que essa indexação claramente trazia perdas significativas aos credores, o Banco Central reduzia a sua abrangência. Portanto, a manipulação da indexação perdeu graus de liberdade de forma acentuada ao longo dos anos 80. As perdas tra-

⁴⁹ Pela MP nº 32, de 15/01/89, definiu-se a atualização monetária, em fevereiro de 1989, pelo rendimento acumulado da LFT verificado no mês de janeiro de 1989, deduzido o percentual fixo de 0,5%, e, no mês de março, por esse critério - considerando o rendimento da LFT do mês anterior - ou pela variação do IPC do mês antecedente, o que fosse maior. Após, com a MP nº 42, de 16/03/89, estendeu-se esse critério para a atualização no mês de maio.

zidas pelo indexador formal OTN/BTN têm sua repercussão diminuída em virtude do emprego de outros critérios para o rendimento dos depósitos de poupança e do crescimento das aplicações de curtíssimo prazo, com rendimento atrelado às taxas do *overnight*.

As taxas de juros dos títulos públicos federais no *overnight*, a partir de 1984, situaram-se acima das taxas de inflação, à exceção de 1987 (Tabela 14). Porém o rendimento líquido, que exclui o imposto de renda descontado na fonte, foi negativo na maioria dos anos. De qualquer forma, o rendimento implícito proporcionado pela sua extrema liquidez, além do que freqüentemente seus rendimentos reais eram positivos, tornou essa aplicação bastante atraente. Apesar de ser o ativo financeiro mais líquido - depois da moeda -, algumas características do *overnight* faziam com que o seu rendimento, em boa medida, seguisse a trajetória da taxa inflacionária. O primeiro deles foi a própria importância que assumiram essas taxas no mercado financeiro, tornando-se o principal instrumento de política monetária. E essa, na maior parte do período, foi conduzida no sentido de produzir taxas de juros elevadas na economia. O segundo fator residiu na pressão exercida pelas crescentes necessidades de financiamento do setor público. A terceira razão foi o fato de a indexação ser diária, o que permitia um ajuste rápido frente às variações de preços. O quarto fator, que assumiu um grau extremado em 1989 e início de 1990, consistiu na ameaça de que esses recursos aplicados no sistema financeiro no curtíssimo prazo fossem direcionados para outros mercados, gerando uma onda especulativa que pudesse desencadear um processo hiperinflacionário. O contexto de alta inflação e instabilidade e de forte fragilização

financeira do setor público impedia qualquer *yield curve* positiva. No limite, dava-se o contrário, exatamente por serem de curtíssimo prazo, esses haveres deveriam ter uma remuneração mais elevada para evitar efeitos instabilizadores.

TABELA 14

TAXA EFETIVA DE JUROS DE TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS
NO OVERNIGHT - 1980-1989

(em %)

| Período | Taxa bruta de juros acumulada no ano | | Taxa líquida de juros acumulada no ano (1) | |
|---------|---|-------|---|-------|
| | Nominal | Real | Nominal | Real |
| 1980 | 46,3 | -30,4 | 46,3 | -30,4 |
| 1981 | 89,3 | -3,0 | 89,3 | -3,0 |
| 1982 | 119,4 | 9,8 | 119,4 | 9,8 |
| 1983 | 199,7 | -3,6 | 193,2 | -5,7 |
| 1984 | 255,5 | 9,8 | 218,5 | -1,6 |
| 1985 | 276,5 | 12,4 | 225,9 | -2,8 |
| 1986 | 66,5 | 0,9 | 53,0 | -7,3 |
| 1987 | 353,0 | -12,2 | 353,0 | -12,2 |
| 1988 | 1057,7 | 1,8 | 949,8 | -7,7 |
| 1989 | 2407,3 | 33,2 | 2075,0 | 15,5 |

FONTE DOS DADOS BRUTOS: A mesma da Tabela 12.

NOTA: Deflator: IGP-DI.

(1) A taxa líquida exclui o imposto de renda descontado na fonte. Os critérios para sua obtenção encontram-se em TAXA DE JUROS... (1991).

Assim, a indexação diária do over, discricionariamente definida pelo governo - sujeita diretamente a qualquer manipulação -, paradoxalmente tornou-se pouco exposta à imposição de perdas.

4.2.3. A indexação oficial e o risco governo

O sistema de indexação no Brasil, desde o início, assumiu um caráter predominantemente oficial sob dois aspectos. Em primeiro lugar, o indexador, na maioria dos contratos financeiros, era determinado pelo Estado. Quando indexados, os depósitos a prazo fixo e as letras de câmbio, assim como as operações ativas, com recursos internos, dos bancos comerciais e de investimento e das financeiras, deveriam ter correção monetária igual à variação da ORTN ou de seus sucedâneos (OTN, BTN ou ainda a LBC).⁵⁰ Somente em 1986 permitiu-se que as operações ativas e passivas das instituições financeiras fossem a taxas flutuantes⁵¹ e, em 1989, que fosse utilizado "índice de preços cujas séries sejam calculadas regularmente e de conhecimento público, livremente pactuado entre as partes".⁵² A correção monetária dos depósitos de poupança e das letras imobiliárias também estava atrelada à variação da ORTN e seus sucessores.

Em segundo lugar, parcela significativa dos haveres financeiros indexados eram constituídos por títulos públicos, além do que os depósitos de poupança, captados principalmente em instituições públicas, eram fortemente regulamentados pelo Estado. O duplo as-

⁵⁰ Em 1972, definiu-se que nenhuma correção monetária poderia ultrapassar a variação da ORTN (Res. nº 235, de 14/08/72). A justificativa foi de evitar que a correção monetária fosse realimentadora da inflação. No final de 1986, a correção monetária das operações ativas e passivas das instituições financeiras deveria ser igual à variação das LBCs (Res. nº 1.225, de 01/12/86, e Res. nº 1.226, de 02/12/86). Depois, passou-se a utilizar a variação da OTN ou da OTN Fiscal (Res. nº 1.397, de 22/09/87, Res. nº 1.422, de 27/11/87, Res. nº 1.433, de 15/12/87) e, em 1989, começou-se a usar o BTN ou o BTN fiscal (Circ. nº 1.484, de 17/05/89, e Circ. nº 1.498, de 21/06/89).

⁵¹ Res. nº 1.143, de 26/06/86.

⁵² Circ. nº 1.420, de 19/01/89.

pecto do caráter oficial da indexação no Brasil consubstanciou-se já na criação da correção monetária. O primeiro papel indexado, a ORTN, era um título público. Mais importante que isso, a correção dos seus valores tornou-se o indexador dos outros contratos financeiros. Assim, a ORTN constituiu-se tanto como papel financeiro como também no indexador dos contratos.

Nessa situação, a indexação esteve longe de estar protegida de interferências arbitrárias. Os valores da correção monetária sempre foram fixados de maneira unilateral pelo governo, seja por meio da determinação da fórmula utilizada ou, de forma direta, mediante a definição do valor da correção. Na verdade, a própria Lei nº 4.357/64, que criou a ORTN, já estipulava isso. A atualização monetária seria realizada com coeficiente calculado pelo Conselho Nacional de Economia - posteriormente passando para o Ministério, depois, Secretaria do Planejamento - "em função das variações do poder aquisitivo da moeda nacional" (art.1º, parágrafo 1º). Cada novo valor da ORTN passava a ser publicado no Diário Oficial mediante portaria do Ministério da Fazenda. A lei não definiu com precisão a forma de cálculo da ORTN (Conj. Econ., 1974).

Entre 1964 e 1989, o Brasil teve cerca de 15 formas de estimulação da correção monetária. Muitas dessas modificações não eram anunciadas com um período mínimo de antecedência, frequentemente se referindo a uma atualização que se verificaria logo em alguns dias. Portanto, o arbítrio governamental expressou-se pela própria alteração unilateral da fórmula de correção monetária. Porém a

ação discricionária governamental também se expressou de outra maneira: a introdução de componentes arbitrários no cálculo.

Conforme visto, foram sete as formas que assumiu a ação governamental:

a) índices de preços expurgados : IPA-DI isento de variações acidentais e IGP-DI ajustado;

b) alterações no índice de preços ou de referência utilizado: IPA (Geral, DI e expurgado), INPC, IGP-DI, IPCA, IPC, LBC;

c) modificações no período de referência;

d) não divulgação da fórmula;

e) componente de pré-fixação;

f) pré-fixação total da correção;

g) congelamento ou subcorreção do indexador quando da edição dos planos de estabilização envolvendo congelamento de preços.

Os motivos que levaram a todas essas alterações são os mais variados. O mais frequente foi a associação da indexação ao processo de realimentação inflacionária. A correção monetária, criada com o intuito de permitir a convivência contratual com determinado nível de inflação, ganhou crescentemente o papel de "vilão inflacionário".⁵³ Essa avaliação resultou em três tipos de intervenção já citados. A primeira foi por meio da subcorreção dos valores indexados, como foi o caso entre 1976 e 1979 e, depois, em 1983. Esperava-se, com isso, reduzir o efeito de realimentação inflacionária. A segunda correspondeu à pré-fixação dos valores da cor-

⁵³ Ao contrário do que ocorreu durante os meados dos anos 60, quando o governo considerava que o uso de taxas pré-fixadas, em vez de mecanismos indexatórios, era que tornava rígida para baixo a taxa de inflação.

reção. Buscava-se aqui afetar as expectativas inflacionárias, como foi a experiência de 1980. A última alteração refere-se simplesmente à tentativa de desindexação da economia, envolvendo o congelamento da correção monetária.

Entretanto o arbítrio governamental também teve outras razões. Na década de 70, o crescimento inflacionário produziu, como salientado no capítulo dois, um forte incremento na preferência por ativos financeiros indexados. Tal situação, dentro das condições institucionais vigentes à época, produziu alguns desequilíbrios no mercado financeiro. Uma das formas encontradas para reduzir essa preferência e garantir uma maior demanda pelos haveres pré-fixados foi exatamente introduzir, em 1976, um componente que reduzia os coeficientes de correção monetária. Essa alteração foi um dos fatores que explicou o aumento da demanda por ativos não-indexados em 1977 e 1978.

Um terceiro fator explicativo origina-se do caráter duplamente oficial da indexação brasileira: a correção monetária corrigia também os valores de parcela da dívida pública. Na maior parte do período em análise, a correção monetária era, antes de mais nada, a correção do valor da ORTN/OTN. Portanto, os coeficientes aplicados repercutiam diretamente no valor da dívida pública. O devedor tinha a possibilidade de, pelo menos no curto prazo, manipular o valor das suas obrigações. O exemplo mais marcante foi a pré-fixação de 1980. Ao longo de todo o ano de 1980, a ORTN apresentou um queda no seu valor real de 17,0%, fator importante para a redução real de 25,7% no estoque da dívida mobiliária federal em poder

do público ocorrida nesse ano. Um dos argumentos em prol da indexação era o de que, ao reduzir a incerteza sobre o rendimento real dos títulos, se alcançaria uma diminuição do custo da dívida pública. Nesta dissertação, não se faz uma avaliação mais profunda sobre o papel da indexação no sentido de reduzir as taxas de juros pagas aos credores. Entretanto é marcante, na experiência brasileira, que, em muitos momentos, o que ocorreu foi a diminuição do custo da dívida por meio da própria manipulação do indexador. Claramente o desvirtuamento do sistema indexatório trouxe alguns ganhos financeiros para o Estado.

Um quarto motivo de alteração foi a tentativa de reduzir a incerteza associada à indexação. O conhecimento *a posteriori* dos valores pós-fixados gerava alguma intranquilidade no mercado financeiro. Essa preocupação representa a manifestação clara de um dos problemas básicos associados à indexação, como ressaltado no capítulo dois. Mediante o conhecimento antecipado da correção monetária, aumentava-se o grau de previsibilidade dos agentes. A fórmula usada entre maio e setembro de 1985 foi justificada com base no referido argumento. Porém, existia uma relação direta entre a incerteza sobre os valores monetários e a "perfeição" do indexador. O crescimento do grau de previsibilidade dos valores indexados diminuía a sua relação com a taxa de inflação corrente.

Entretanto, se a atuação governamental frequentemente procurava reduzir os alegados efeitos negativos da indexação na economia, a própria realidade impunha, mais cedo ou mais tarde, alterações na correção de maneira a torná-la mais próxima da inflação

corrente. Ao longo dos anos 80, é claro um movimento de vaivém na definição das regras de correção: um verdadeiro *stop-and-go* indexatório. Alternaram-se momentos de deturpação da indexação e de melhoria no grau de perfeição da correção. A realidade impedia que as subcorreções se mantivessem por muito tempo, o que não excluía que o governo, baseado em determinados argumentos, voltasse a desvirtuar a indexação. A pré-fixação de 1980 foi seguida pela vinculação da correção ao INPC. Em 1983, porém, voltou-se a expurgar os índices de indexação, o que só perdurou até o final do ano. No ano de 1985, assistiu-se à ampliação da defasagem da correção, a qual não durou mais que cinco meses, retornando-se ao atrelamento ao índice de inflação corrente. No ano seguinte, o Plano Cruzado congelou o valor da ORTN, mas essa voltou a ter atualização monetária em março de 1987. Novos expurgos, porém, ainda retornaram com a edição dos Planos Bresser e Verão.

Um dos resultados de todo o processo de alterações e manipulações na correção monetária no Brasil foi a transformação da indexação numa importante fonte de incerteza dos rendimentos dos haveres financeiros. É o risco indexador. Portanto, se teoricamente a indexação permite a redução dos riscos, ela mesma também pode ser fator de redistribuição inesperada de renda, levando à formação de determinada taxa de incerteza no rendimento dos ativos pós-fixados. Logo, a indexação no Brasil não originou incerteza exclusivamente sobre o valor nominal contratual, mas também sobre o seu conteúdo real. A própria alteração das regras gerava imprevisibilidade sobre a manutenção do critério de indexação vigente. Portanto, a subcorreção da indexação, ao produzir importantes

transferências de renda do credor para o devedor, não eliminou os efeitos da inflação não-antecipada.

Conforme visto, a incapacidade do indexador de acompanhar a perda do poder aquisitivo da moeda, na história da indexação brasileira, teve as mais variadas causas. Entretanto pode-se dividi-las em dois fatores básicos. O primeiro refere-se à própria atuação governamental, aparecendo o que se denomina de risco de legislação ou risco governo (Costa, 1990). A indexação, como salientado no capítulo dois, teve de nascer a partir do Estado, assumindo desde cedo um caráter oficial. As mudanças no indexador não estiveram condicionadas à concordância de ambas as partes contratantes. Até 1983, as perdas ocorreram em função dos componentes parciais ou totais de pré-fixação e dos índices expurgados, além da defasagem dos referenciais utilizados. A partir de 1986, a ação discricionária manifestou-se na edição dos planos de estabilização por meio do congelamento do indexador ou da troca de índices. O segundo fator de imperfeição da indexação, por sua vez, teve expressão forte no final da década de 80: o próprio contexto de inflação extremamente elevada e crescente. Mesmo com um indexador vinculado integralmente ao índice de preços do mês, a indexação trouxe prejuízos aos credores.

Por outro lado, o risco governo tornou-se mais um fator a impulsionar o encurtamento dos prazos contratuais.⁵⁴ Com a correção monetária não detendo credibilidade, reduziu-se o incentivo a aplicações em ativos indexados de algum prazo. Estimulou-se assim

⁵⁴ Nos anos 80, a "falta de credibilidade da correção monetária, sujeita agora a vários expurgos arbitrados pelo governo, vai progressivamente empurrando a poupança financeira para o Open" (Barros, 1993, p.8).

a preferência pela liquidez, a manutenção da riqueza sob uma forma que permitisse rapidamente ter alteradas suas posições. Nesse sentido, a indexação, ao invés de assegurar vencimentos contratuais dilatados, afigurou-se como fator de redução dos prazos.

Entretanto a "manipulação" da indexação - formal e informal - tornou-se mais difícil em virtude, principalmente, do crescimento da abrangência dos ativos indexados, da concentração desses haveres no curtíssimo prazo e do aumento da instabilidade na economia.⁵⁵ No momento em que boa parcela das aplicações financeiras eram representadas por verdadeiros depósitos à vista remunerados (*overnight*, fundos de curto prazo) e os próprios depósitos de poupança eram objeto de especulação, qualquer subcorreção da indexação poderia levar a movimentos especulativos instabilizadores da economia. No limite, poder-se-ia desencadear um processo hiperinflacionário.

A indexação fora criada como algo "ativo" no sistema, isto é, surgiu buscando transformar o perfil dos contratos financeiros e viabilizar o desenvolvimento de novos circuitos financeiros. Contudo, na década de 80, a indexação assume um papel "passivo" no sentido de que funciona como elemento de acomodação dos fluxos financeiros de modo a evitar movimentos instabilizadores.

Com o desenvolvimento das quase-moedas, gerou-se uma espécie de dualidade na indexação brasileira: de um lado, a indexação for-

⁵⁵ "A concentração da poupança financeira no curto e curtíssimo prazos elevou, ao possibilitar mudanças de *portfolio* rápidas e sem custos, a sensibilidade do sistema a alterações na política econômica e a eventuais movimentos especulativos. Com isso, tornou-se praticamente obrigatória a vinculação da variação das LBC à inflação" (Rêgo, 1991, p.76).

mal; de outro, a informal do *overnight*.⁵⁶ É inseparável do processo de ampliação da indexação, na década de 80, o desenvolvimento dessas aplicações de curtíssimo prazo. E, à medida que a riqueza financeira concentrou-se nesses haveres, a taxa de juros de financiamento *overnight* no mercado de títulos públicos passou a configurar-se no principal referencial financeiro da economia. Essa taxa corrigia o valor de boa parcela dos haveres financeiros, constituída pelas aplicações no *overnight*, e era um parâmetro importante de rentabilidade para os outros ativos. Mais do que isso, em vários momentos essa taxa tornou-se o indexador dos demais haveres indexados, incluindo depósitos de poupança, depósitos a prazo e letras de câmbio, além da própria OTN. Assim, a indexação informal acabou por assumir uma importância superior à formal. A manipulação dessa última também tendia a ter sua importância reduzida, dada a diminuição de sua amplitude.

Portanto, a formação das quase-moedas teve repercussões importantes sobre o sistema indexatório brasileiro. Elas obviamente exigiam a presença de um indexador ou índice diário de rendimento. Como não existe nenhum índice de preços diário, a fixação da taxa do *over* necessariamente é feita "livremente" pelo governo. O arbítrio governamental aqui ocorre por uma questão eminentemente técnica. Entretanto exatamente no momento em que ele poderia definir arbitrariamente o índice de rendimento, pelo mesmo fato de as aplicações serem de extrema liquidez num contexto de alta instabilidade, a fixação tinha de acompanhar as avaliações dos agentes

⁵⁶ Além desses dois subsistemas, pode-se mencionar um terceiro, vinculado à taxa de câmbio.

sobre a inflação corrente.⁵⁷ O governo estava refém da polarização da riqueza nas quase-moedas:

"O cinismo, muito característico de nossa sociedade, ensinou aos agentes econômicos que a necessidade de manter 'quietos e acomodados' os recursos financeiros de curto prazo da economia vale mais do que um compromisso formal e explícito de indexação. A chantagem conseguida com a ameaça de colapso do sistema de preços e o compromisso do BC [Banco Central] em manter um juro real positivo no Open criaram condições para manter-se em funcionamento nosso sistema financeiro, mesmo com taxas de inflação muito altas" (Barros, 1993, p.11).

Por outro lado, a taxa do over passara a ser também um indicador utilizado pelos agentes para avaliarem a taxa de inflação corrente. Nesse processo, a indexação, de simples mecanismo passivo de atualizador de valores contratuais, transformou-se, por meio dos seus valores diários, em sinalizador tanto das expectativas como para as expectativas dos agentes econômicos. Tornou-se, assim, um elemento ativo das avaliações sobre o rendimento relativo futuro das diferentes formas de riqueza.

Além disso, as aplicações financeiras de um dia originam uma dimensão diferenciada ao conceito de indexação, conforme destacado no capítulo anterior. Como o período de rendimento é curtíssimo, tende a perder sentido a distinção se a aplicação é pré ou pós-fixada.

Contudo o aspecto mais peculiar da indexação brasileira talvez tenha sido exatamente a dualidade entre a indexação formal e a

⁵⁷ "Embora não exista nenhum vínculo formal entre os juros pagos pelos intermediários financeiros no Over e a variação de preços da economia, a indexação é garantida pela atuação do BC [Banco Central] no mercado" (Barros, 1993, p.11).

informal. A tensão existente entre as duas foi resolvida em favor da última. Com a expansão das quase-moedas, a indexação do *overnight* tornou-se não somente no mais importante parâmetro de avaliação da rentabilidade relativa dos ativos, mas também se transformou no próprio indexador de outros papéis. Em certo sentido, a indexação informal absorveu a formal. A própria forma de financiamento da dívida pública mobiliária exigiu que o indexador dessa fosse a taxa do *overnight*.

CONCLUSÃO

O perfil dos contratos financeiros, em contexto de alta inflação, sofre profundas modificações. As dificuldades encontradas para a formação desses são contornadas somente parcialmente pela indexação. Essa foi concebida, tanto teoricamente como quando de sua criação no Brasil, como neutralizadora dos efeitos inflacionários. Embora seja notório o seu papel no sentido de favorecer a constituição de contratos em condições inflacionárias, o alcance dos benefícios da indexação pode ser questionado tanto a partir do referencial teórico pós-keynesiano como pela própria experiência histórica brasileira. Certamente a indexação esteve longe de ser um elemento "neutro" nos contratos financeiros.

Teoricamente, tal proposição tem como fundamento básico a noção de incerteza e, associada a essa, a busca de coerência, por parte dos agentes, entre as suas estruturas ativas e passivas. As unidades relutam em emitir obrigações indexadas em virtude da incerteza sobre o valor monetário dos pagamentos. Receiam que o rendimento dos seus ativos não acompanhe a evolução do indexador, tornando-se expostas ao comportamento desse último e assumindo, nesse sentido, posição *speculative*. Como o sistema financeiro não pode assumir posições de acentuado risco de taxas, o necessário

ajuste do seu perfil operacional tende a privilegiar o encurtamento dos prazos contratuais. Essa redução atende tanto ao crescimento da preferência pela liquidez, próprio do contexto de alta inflação, como à própria necessidade de diminuição da taxa de incerteza sobre o rendimento real dos ativos. Portanto, a tendência do sistema financeiro, frente ao aumento da incerteza na economia, é produzir formas que contrabalancem a redução do grau de confiança dos agentes.

Porém, mesmo que esses fatores não afetassem o desenvolvimento da indexação, restaria um obstáculo importante à concretização plena dos seus benefícios: a imperfeição do indexador. E a dificuldade desse em acompanhar a queda do poder de compra da moeda acentua-se com o crescimento da taxa de inflação.

Na verdade, a indexação apresenta uma contradição básica: ao mesmo tempo que o crescimento da taxa de inflação aumenta a necessidade de indexação, muito mais difícil configura-se o exercício das funções apregoadas. Os ambientes de inflação moderada, como o dos países centrais, têm uma necessidade significativamente menor de utilização de mecanismos indexatórios. Exatamente nesses contextos mais fácil é a obtenção de um indexador de alta qualidade e menores são a preferência pela liquidez e a resistência à assunção de dívidas indexadas. O contexto de alta inflação, por sua vez, acentua sobremaneira as dificuldades para a indexação cumprir seus benefícios. Isso ocorre não somente pela própria maior e mais instável taxa de inflação, mas também porque essas economias, em geral, apresentam grande instabilidade. Essa tem expressão na razoá-

vel volatilidade de variáveis básicas, nas constantes alterações das regras contratuais - a política econômica como fator de instabilidade - e na incerteza impiedosa. Nessa situação, a preferência pela liquidez torna-se absoluta - impondo a forte redução dos prazos contratuais -, o indexador é incapaz de refletir fielmente a variação de preços - seja por motivos técnicos ou pela própria ação governamental -, e a relutância de assunção de dívida pós-fixada aumenta e transforma-se em resistência a qualquer tipo de endividamento. Portanto, o mesmo contexto que produz a necessidade de expansão da indexação gera fortes empecilhos ao cumprimento das funções preconizadas.

Todas essas questões apareceram claramente no caso brasileiro. O sistema financeiro resistiu à inserção da correção monetária, deixando-a, até o final dos anos 70, restrita ao segmento imobiliário e aos empréstimos com recursos oficiais. Esses últimos tiveram ainda de incorporar mecanismos de proteção aos devedores, como o estabelecimento de limite máximo para correção, claramente abaixo da variação de preços. Tal mecanismo foi introduzido exatamente quando a taxa de inflação crescera, deixando evidente os problemas de um passivo pós-fixado.

Os empréstimos imobiliários, necessariamente indexados, apresentaram enorme expansão: era a única forma possível de aquisição da casa própria para a ampla maioria da população. Contudo, desde o início, os planos de financiamento foram concebidos buscando assegurar a coerência das estruturas financeiras das famílias, criando-se mecanismos de *hedge*. Na década de 80, porém, o problema

do descasamento passivo-ativo manifestou-se de forma contundente. As prestações iriam aumentar mais do que os salários, num contexto de forte desemprego e redução salarial, que já produzia significativos índices de inadimplência. O governo terminou por conceder uma série de favorecimentos aos mutuários, repercutindo sobre o equilíbrio do SFH. Portanto, o financiamento de longo prazo, logo, indexado, apenas se desenvolveu a partir de condições bem específicas que, em alguma medida, desvirtuaram o sistema indexatório, tornando incompatíveis alguns dos benefícios apontados.

A resistência do sistema financeiro em aderir à indexação somente foi rompida no final da década de 70, porém com uma característica importante. Essa inserção ocorreu no momento em que se aprofundaram as características de alta inflação e instabilidade. A adesão não visou à garantia do desenvolvimento dos contratos de longo termo. Ela efetivou-se dentro das operações tradicionais de curto e médio prazos. Simultaneamente, o ritmo de investimentos na economia arrefeceu-se, e as empresas buscaram reduzir seu grau de endividamento. Do ponto de vista dos detentores de riqueza, o momento foi de crescimento acentuado da demanda por haveres de curto prazo.

A redução dos prazos contratuais ocorreu tanto por meio da atuação das instituições financeiras, adequando-se assim às exigências dos aplicadores, como também mediante as próprias regras das operações, a resposta normativa ao novo contexto. A expressão mais forte desse processo foi o desenvolvimento e expansão das quase-moedas. Surgindo como resposta à preferência pela liquidez e

à necessidade de proteção do valor real da moeda, passaram a polarizar a riqueza financeira. Tal desenvolvimento tornou-se possível a partir de determinada atuação do Banco Central que assegurou uma substancial redução dos riscos de taxa e de liquidez que tal situação acarretaria às instituições financeiras. Esse processo teve várias conseqüências, inclusive sobre o próprio papel da indexação.

A correção monetária no Brasil não acompanhou a redução do poder de compra da moeda, não cumprindo com a função de evitar importantes transferências de renda. Tal incapacidade adveio de fatores técnicos ou da atuação governamental. Essa última caracterizou-se por um verdadeiro *stop-and-go*. Frequentemente impunha perdas aos detentores de haveres pós-fixados por meio das mais diferentes alterações nos indexadores. Essas modificações eram motivadas por um conjunto de fatores, com destaque para a consideração da indexação como realimentadora inflacionária. Por outro lado, com a perda de credibilidade da correção monetária, a indexação tinha reduzida sua capacidade de evitar o encurtamento dos prazos contratuais. Entretanto, na medida em que a riqueza financeira concentrava-se no curto prazo, o governo perdia graus de liberdade para alterar a indexação. Embora o indexador estivesse sujeito a importantes perdas em virtude das altas e instáveis taxas de inflação e sua definição fosse feita de forma discricionária pelo governo, a limitação imposta à ação desse último tornava a variação do indexador próxima da dos preços.

Na verdade, manifestou-se aqui uma característica fundamental da indexação brasileira: a sua dualidade. De um lado, a indexação formal da correção monetária. De outro lado, a informal do *overnight*. A tensão existente entre as duas resolveu-se no sentido dessa última. A indexação do *overnight* tornou-se não apenas o referencial de comparação do rendimento dos demais ativos, mas também o indexador desses, incluindo a dívida pública, e da própria correção monetária. Nesse sentido, a indexação do *over* trouxe para si todo o conjunto de haveres financeiros. Mesmo o rendimento dos depósitos de poupança, em vários momentos, esteve atrelado ao *over*.

Apesar do vaivém indexatório, o indexador formal, como tendência geral, procurava responder às necessidades decorrentes do forte incremento da taxa de inflação, o que, porém, não o eximia de incorrer em perdas. Nesse movimento, o caráter diário da indexação do *over* acabou sendo incorporado pelo indexador formal. Todavia a indexação informal frequentemente se apresentou mais perfeita que a formal da correção monetária por três motivos básicos: a sua ligação mais forte com a política monetária contracionista, a ameaça constante de "fuga" desses ativos e, paradoxalmente, a sua não vinculação direta e automática a um índice de preços. Em 1989, a ligação direta da variação do BTN com o IPC do IBGE tornou-o um indexador de menor qualidade do que a taxa do *over*, a qual podia se ajustar mais rapidamente à aceleração da taxa de inflação.

Na verdade, com a polarização da riqueza financeira no curtíssimo prazo, tendeu a perder sentido a própria distinção entre pré e pós-fixação. O limite entre as duas tornou-se tênue, pois a diferença é de apenas um dia ou de horas. Os agentes aplicavam no over não exatamente pelo rendimento ser conhecido ao final do dia e não no início, mesmo porque não há condições de se conhecer a taxa de inflação diária. Essa preferência adveio simplesmente da estreita vinculação do seu rendimento com a variação de preços - seja de forma pré ou pós-fixada - e, é claro, da enorme liquidez desse ativo. Por conseguinte, a desintermediação financeira foi evitada não propriamente pela indexação, mas principalmente pela disponibilidade de um ativo de curtíssimo prazo com razoável proteção contra a inflação.

Nesse processo de encurtamento dos prazos contratuais - que a indexação atenua ou adia, mas não evita -, o papel da indexação transformou-se radicalmente. De garantidor de contratos de médio e longo prazos, a sua função tornou-se assegurar operações de curto e curtíssimo prazos. Mas a indexação, para as quase-moedas, tem um significado de menor importância, pois, com o caráter diário dessa aplicação, tende a perder sentido a distinção entre pré e pós-fixado. Portanto, quando a indexação parece ganhar um papel de grande relevância, mesmo que num sentido completamente diferente do originalmente preconizado, ela nega a si mesma.

BIBLIOGRAFIA

- ALBUQUERQUE, Marcos C.C. (1986). Habitação popular: avaliação e propostas de reformulação do Sistema Financeiro da Habitação. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v.16, n.1, p.77-121, jan./abr.
- ALMEIDA, Júlio S.G. de (1984). **As reformas financeiras de 1964-65: objetivos, rumos e desvios**. Rio de Janeiro, UFRJ/IEI. (texto para discussão nº 59).
- ALMEIDA, Júlio S.G. de (1987). **Financiamento e desempenho corrente das empresas privadas e estatais**. São Paulo, FUNDAP. (relatório de pesquisa nº 3).
- ALMEIDA, Júlio S.G. de (1988). **Instabilidade da economia e estrutura financeira das empresas no Brasil do ajustamento recessivo**. Rio de Janeiro, UFRJ/IEI. (texto para discussão nº 178).
- ALMEIDA, Júlio S.G. de et. al. (1988). **Evolução e impasses do crédito**. São Paulo: IESP/FUNDAP. (relatório de pesquisa nº 4).
- BAER, Werner, BECKERMAN, Paul (1980). The trouble with index-linking: reflections on the recent brazilian experience. **World Development**, Oxford, v.8, n.9, p.677-703, set.
- BARBOSA, Fernando de H. (1993). A indexação dos ativos financeiros: a experiência brasileira. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v.47, n.3, p.373-397, jul./set.
- BARRO, Robert J. (1986). Opening remarks. In: DORNBUSCH, Rudiger, SIMONSEN, Mario H. (orgs.). **Inflation, debt, and indexation**. Cambridge: MIT. parte IV, p.311-317.
- BARROS, Luiz C. Mendonça de (s.d.). **Notas de aula**. Campinas: UNICAMP. (mimeo).
- BARROS, Luiz C. Mendonça de (1985). Indexação e desindexação: debate a ser retomado. **Rev. Fund. Seade/São Paulo em Perspectiva**, São Paulo, v.1, n.3, p.38-45, set./dez.

- BARROS, Luiz C. Mendonça de (1993). A moeda indexada: uma experiência brasileira. **Economia e Sociedade**, Campinas, n.2, p.3-24, ago.
- BECKERMAN, Paul (1978). **Adjustment for inflation in the Brazilian Nacional Housing - Finance System**. Urbana-Champaign: University of Illinois. (mimeo).
- BECKERMAN, Paul (1979). Ativos financeiros indexados e o mecanismo de realimentação inflacionária no Brasil. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro, v.9, n.2, p.271-314, ago.
- BECKERMAN, Paul (1992). **The economics of high inflation**. London: MacMillan.
- BELLUZZO, Luiz G. de M., ALMEIDA, Júlio S.G. de (1990). Crise e reforma monetária no Brasil. **São Paulo em Perspectiva**, São Paulo, v.4, n.1, p.63-75, jan./mar.
- BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL (1980). v.16, n.11, nov.
- BRANDÃO, Carlos (1989a). A dívida pública interna, seus problemas e soluções - I parte. **Conjuntura Econômica**, Rio de Janeiro, v.43, n.10, p.47-56, out.
- BRANDÃO, Carlos (1989b). A dívida pública interna, seus problemas e soluções - II parte. **Conjuntura Econômica**, Rio de Janeiro, v.43, n.11, p.49-54, nov.
- BRASIL PROGRAMA ECONÔMICO (1989). Brasília: BACEN/DEPEC, v.20, mar.
- BRASIL PROGRAMA ECONÔMICO (1984). Brasília: BACEN/DEPEC, v.2, mar.
- CABRAL, José R.V. (1987). Correção monetária: retrospectiva. **Conjuntura Econômica**, Rio de Janeiro, v.41, n.10, p.34-35, out.
- CAGAN, Phillip, LIPSEY, Robert E. (1978). **The financial effects of inflation**. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
- CARNEIRO, Dionísio, WERNECK, Rogério L.F., GARCIA, Márcio G.P. (1993). **Strengthening the financial sector in the Brazilian economy**. Rio de Janeiro, PUCRJ. (texto para discussão nº 307).
- CARNEIRO, Ricardo (1987). A trajetória do Plano Cruzado. In: _____ (org.). **A política econômica do Cruzado**. São Paulo: Bienal; Campinas: UNICAMP. p.1-40.
- CARNEIRO, Ricardo (1991). **Crise, estagnação e hiperinflação: a economia brasileira nos anos 80**. Campinas, UNICAMP. (tese de doutorado - mimeo).

- CARNEIRO, Ricardo, MIRANDA, José C. (1986). Os marcos gerais da política econômica. In: CARNEIRO, Ricardo (org.). **Política econômica da Nova República**. Rio de Janeiro: Paz e Terra. cap.I, p.7-26.
- CARNEIRO, Ricardo, BUAINAIN, Antonio M. (1989) (orgs.). **O retorno da ortodoxia**. São Paulo: Bional.
- CARVALHO, Carlos E. (1992). Liquidez e choques antiinflacionários. In: BELLUZZO, Luiz G. de M., BATISTA Jr., Paulo N. **A luta pela sobrevivência da moeda nacional**. Rio de Janeiro, Paz e Terra.
- CARVALHO, Fernando J. Cardim de (1986). **Inflation and indexation in a post keynesian model of asset-choice**. New Jersey: The State University of New Jersey. (PhD dissertation - mimeo).
- CARVALHO, Fernando J. Cardim de (1990). Alta inflação e hiperinflação: uma visão pós-keynesiana. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v.10, n.4, p.62-82, out./dez.
- CAVALLO, Domingo F. (1986). Comments on indexation and stability from an observer of the argentinean economy. In: DORNBUSCH, Rudiger, SIMONSEN, Mario H. (orgs.). **Inflation, debt, and indexation**. Cambridge: MIT. parte IV, p.318-320.
- CHACEL, Julian, SIMONSEN, Mario H., WALD, Arnaldo (1970). **A correção monetária**. Rio de Janeiro: APEC.
- CHIESA, Dirceu A. (1980). **O mercado financeiro: suas variações com os títulos mais negociados**. 2.ed.atual. Porto Alegre: Sulina.
- CHIESA, Dirceu A. (1983). **Introdução ao mercado aberto** (open market). Porto Alegre: Sulina.
- CONJUNTURA ECONÔMICA (1966). A nova lei do mercado de capitais e a resolução nº 21 do Conselho Monetário. Rio de Janeiro, ano XX, n.3, p.9-12, mar.
- CONJUNTURA ECONÔMICA (1974). Correção monetária das ORTN - formas de cálculo. Rio de Janeiro, v.28, n.12, p.92-95, dez.
- CONJUNTURA ECONÔMICA (1975). Mercado de capitais - reativação das financeiras e bancos de investimento. Rio de Janeiro, v.29, n.5, p.35-40, maio.
- CONJUNTURA ECONÔMICA (1976a). Correção monetária e realimentação inflacionária. Rio de Janeiro, v.30, n.6, p.88-94, jun.
- CONJUNTURA ECONÔMICA (1976b). Mercado de capitais - modificação na correção monetária. Rio de Janeiro, v.30, n.6, p.33-40, jun.

- CONJUNTURA ECONÔMICA (1976c). Correção monetária - efeitos da fixação de limites máximos. Rio de Janeiro, v.30, n.11, p.93-98, nov.
- CONJUNTURA ECONÔMICA (1980). Intermediários financeiros. Rio de Janeiro, v.34, n.2, p.86-91, fev.
- CONJUNTURA ECONÔMICA (1982). Intermediários financeiros. Rio de Janeiro, v.36, n.2, p.159-165, fev.
- CONJUNTURA ECONÔMICA (1983). Inflação corretiva e acidentalidade - nota explicativa. Rio de Janeiro, v.37, n.9, p.13-15, set.
- CONJUNTURA ECONÔMICA (1986). Títulos públicos e privados: retrospecto 1985. Rio de Janeiro, v.40, n.2, p.129-135, fev.
- CONTADOR, Cláudio R. (1981). A experiência da correção monetária no Brasil: a realidade e o mito. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, Rio de Janeiro, v.7, n.19, p.5-19, jan./abr.
- CORRÊA, Vanessa P. (1992). O sistema financeiro brasileiro e a sua capacidade de adaptação frente a conjunturas adversas. **Economia Ensaios**, Uberlândia, v.6-7, n.2-1, p.49-88, jul./dez.
- COSTA, Fernando N. da (1988). **Política econômica e mercado financeiro - 1979/85**. São Paulo: IESP/FUNDAP. (relatório de pesquisa n.º 6).
- COSTA, Fernando N. da (1989). **A questão financeira e o financiamento de longo prazo**. (apresentação no VII Congresso Brasileiro de Economistas - mimeo).
- COSTA, Fernando N. da (1990). Estado de confiança e hiperinflação. In: REGO, José M. (org.). **Inflação e hiperinflação: interpretações e retórica**. São Paulo: Bienal. cap.4, p.97-110.
- CRUZ, Paulo R. Davidoff C. (1993). **Notas sobre o financiamento de longo prazo na economia brasileira do pós-guerra**. Campinas: UNICAMP/IE. (texto para discussão IE/UNICAMP n.º 32).
- DAVIDSON, Paul (1978). **Money and the real world**. 2.ed. London: MacMillan.
- DREIZZEN, Jacob J. (1985). **O conceito de fragilidade financeira num contexto inflacionário**. Rio de Janeiro: BNDES.
- ECONOMIA BRASILEIRA E SUAS PERSPECTIVAS, A (1967). Rio de Janeiro: APEC, v.VI, jul.
- FARO, Clóvis de (1991). Sistema Financeiro de Habitação: a questão do desequilíbrio do FCVS. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v.11, n.1, p.81-91, jan./mar.

- FARO, Clóvis de (1992). **Vinte anos de BNH - a evolução dos planos básicos de financiamento para aquisição da casa própria do Banco Nacional de Habitação: 1964-84.** Niterói: EDUFF; Rio de Janeiro: FGV.
- FEIJÓ, Carmen A. do V.C. (1991). The post keynesian firm in an inflationary setting. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 1991, Curitiba. **Anais...** Brasília: ANPEC. v.4, p.149-188.
- FISCHER, Stanley (1975). The demand for index bonds. **Journal of Political Economy**, v.83, n.3, p.509-534, jun.
- FISCHER, Stanley (1986a). Introduction to Part III. In: _____. **Indexing, inflation, and economic policy.** Cambridge: MIT. p.265-269.
- FISCHER, Stanley (1986b). On the nonexistence of privately issued index bonds in the U.S. capital market. In: DORNBUSCH, Rudiger, SIMONSEN, Mario H. (org.). **Inflation, debt, and indexation.** Cambridge: MIT. cap.10, p.247-266.
- FISCHER, Stanley (1986c). Welfare aspects of government issue of indexed bonds. In: DORNBUSCH, Rudiger, SIMONSEN, Mario H. (orgs.). **Inflation, debt, and indexation.** Cambridge: MIT. cap.9, p.223-246.
- FRANCO, Gustavo H.B. (s.d.). **Um modelo para a adoção de indexação em condições de alta inflação.** Rio de Janeiro: PUCRJ. (texto para discussão nº 167).
- FRANCO, Gustavo H.B. (1990). Hiperinflação - teoria e prática. In: REGO, José M. (org.). **Inflação e hiperinflação: interpretações e retórica.** São Paulo: Bienal. cap.3, p.59-85.
- FRENKEL, Roberto (1979). Decisiones de precio en alta inflacion. **Desarrollo Economico**, Buenos Aires, v.75, n.19, p.291-330, out./dez.
- FRENKEL, Roberto (1989). **El regimen de alta inflación y el nivel de actividad.** Buenos Aires: CEDES. (mimeo).
- FRENKEL, Roberto (1990). Hiperinflação - o inferno tão temido. In: REGO, José M. (org.). **Inflação e hiperinflação: interpretações e retórica.** São Paulo: Bienal. cap.5, p.111-131.
- FURTADO, Renato P. (1983). Mercados de crédito. **Conjuntura Econômica**, Rio de Janeiro, v.37, n.2, p.81-84, fev.
- GAZETA MERCANTIL (06/06/95). Indexar (quem diria?) pode ser bom para os industrializados. São Paulo, p.A-4. (extraído de "The Economist")
- GENBERG, Hans, ALEXANDER, Swoboda K. (1974). Inflation and indexation: a survey of issues. In: PROTECTION AGAINST

- INFLATION AND EXCHANGE RISK: THE ROLE OF INDEXATION. **Proceedings of the Saltsdöbaden Conference.** Geneva: International center for monetary and banking studies; Stockholm: Skandinaviska Enskilda Banken. p.7-22.
- GOODHART, Charles A.E. (1989). **Money, information and uncertainty.** 2.ed. London: MacMillan.
- HADDAD, Cláudio L.S. (1985). A liquidez da dívida pública. In: ___. **A dívida pública no Brasil e outros textos.** Rio de Janeiro: ANDIMA.
- HAHN, Frank H. (1986). Panel comments. In: DORNBUSCH, Rudiger, SIMONSEN, Mario H. (orgs.). **Inflation, debt, and indexation.** Cambridge: MIT. parte IV, p.321-323.
- HICKS, John (1987). **A crise na economia keynesiana.** São Paulo: Vértice, Ed. Revista dos Tribunais.
- IORIO, Oswaldo (1976). Formas de cálculo do valor nominal das ORTN. **Conjuntura Econômica,** Rio de Janeiro, v.30, n.6, jun.
- KEYNES, John M. (1983). **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda.** São Paulo: Abril Cultural.
- LICHA, Antonio L. (1991). Sobre a decisão de aplicação de capital em Keynes. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 1991, Curitiba. **Anais...** Brasília: ANPEC. v.4, p.189-198.
- MINSKY, Hyman P. (1975). **John Maynard Keynes.** New York: Columbia University.
- MINSKY, Hyman P. (1986). **Stabilizing an unstable economy.** New Haven: Yale University.
- MONTORO F^o, André F. (1982). **Moeda e sistema financeiro no Brasil.** Rio de Janeiro, IPEA/INPES.
- MOURA, Alkimar R. (1979). Notas sobre a organização do mercado aberto no Brasil. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais,** Rio de Janeiro, v.15, n.15, p.505-525, set./dez.
- NESS Jr., Walter L. (1977). **A influência da correção monetária no sistema financeiro.** Rio de Janeiro, IBMEC.
- NÓBREGA, Mailson F. da (1981). **Taxas de juros e crédito subsidiado.** Brasília. (exposição em CPI).
- OBRIGAÇÕES DO TESOIRO NACIONAL - TIPO REAJUSTÁVEL (1968). Banco Central do Brasil.
- OGASAVARA, Roberto S. (1986). Indefinições sobre a correção monetária. **Conjuntura Econômica,** Rio de Janeiro, v.40, n.11, p.99-100, nov.

- OGASAVARA, Roberto S. (1987). A volta da indexação no mercado financeiro. **Conjuntura Econômica**, Rio de Janeiro, v.41, n.1, p.46-47, jan.
- PATINKIN, Don (1976). O que os países desenvolvidos podem aprender com a indexação; algumas observações finais. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v.6, n.1, p.1-14, jan./abr.
- PEREIRA, Luiz C.B., FERRER, Aldo (1991). Dolarização crônica: Argentina e Brasil. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v.11, n.1, p.5-15, jan./mar.
- PINHEIRO, Antonio A.P. (1993). **Sistema Financeiro da Habitação: retrospectiva, situação atual e sugestões**. Brasília: Banco Central do Brasil, UnB. (curso de formação plena - mimeo).
- PROTECTION AGAINST INFLATION AND EXCHANGE RISK: THE ROLE OF INDEXATION (1974). **Proceedings of the Saltsdöbaden Conference**. Geneva: International center for monetary and banking studies; Stockholm: Skandinaviska Enskilda Banken.
- RÊGO, Elba C.L. (1990). Política monetária: o último recurso contra a hiperinflação. In: OLIVEIRA, Fabrício A. de, BIASOTO Jr., Geraldo. **A política econômica no limiar da hiperinflação**. São Paulo: HUCITEC; Campinas: FECAMP.
- RÊGO, Elba C.L. (1991). **A operacionalidade da política monetária no Brasil no contexto da moeda indexada - 1985/1990 -**. Campinas: UNICAMP. (dissertação de mestrado - mimeo).
- RELATÓRIO DE ATIVIDADES SISTEMA BNDE 1980 (s.d.). Rio de Janeiro: BNDE.
- RELATÓRIO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL (1966/1990). Brasília: DEPEC.
- RETROSPECTIVA 1989 (s.d.). Rio de Janeiro: ANDIMA.
- RIZZARDO, Arnaldo (1984). **Reajustes das prestações do Banco Nacional da Habitação**. Porto Alegre: Fabris.
- SARNAT, Marshall (1973). Purchasing power risk, portfolio analysis, and the case for index-linked bonds. **Journal of Money, Credit and Banking**, v.V, n.3, p.836-845, aug.
- SARNO, Paula M. (1991). A preferência pela liquidez em alta inflação. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 1991, Curitiba. **Anais...** Brasília: ANPEC. v.4, p.299-308.
- SCHWARTSMAN, Alexandre (1992). Aceleração inflacionária, instabilidade financeira e endividamento interno e externo. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v.12, n.4, p.17-26, out./dez.

- SÉRIES HISTÓRICAS - DÍVIDA PÚBLICA (s.d.). Rio de Janeiro: ANDIMA.
- SERRA, José (1984). Ciclos e mudanças estruturais na economia brasileira do pós-guerra. In: BELLUZZO, Luiz G. de M., COUTINHO, Renata (orgs.). **Desenvolvimento capitalista no Brasil; ensaios sobre a crise.** 3.ed. São Paulo: Brasiliense. v.1.
- SILVA, Adroaldo M. da (1979). **Intermediação financeira no Brasil: origens, estrutura e problemas.** São Paulo: USP. (mimeo).
- SILVA, Antonio C.M. e (1994). **Uma introdução à teoria macroeconômica.** Campinas: UNICAMP. (mimeo).
- SILVA, Peri A. da (1985). **Técnicas do mercado aberto.** 4.ed. Rio de Janeiro: IBMEC.
- SILVA, Salomão L.Q. da (1991). Sistema financeiro: participação na renda, funções e disfunções. In: IERJ (José M. Camargo, Fabio Giambiagi) (org.). **Distribuição de renda no Brasil.** Rio de Janeiro, Paz e Terra. cap.10, p.207-237.
- SIMONSEN, Mario H. (1975). A imaginação reformista. In:____, CAMPOS, Roberto de O. **A nova economia brasileira.** Rio de Janeiro: Biblioteca do Exército, J.Olympio. cap.VI, p.119-150.
- SOCHACZEWSKI, A.C. (1980). **Financial and economic development of Brazil 1952-1968.** Londres, University of London. (tese de doutorado - mimeo).
- SOUZA, Janes A. de, CASTRO, Paulo R. de (1981). Correção monetária e inflação. **Conjuntura Econômica,** Rio de Janeiro, v.35, n.12, p.21-24, dez.
- STIGLITZ, J.E. (1986). On the relevance or irrelevance of public financial policy: indexation, price rigidities, and optimal monetary policies. In: DORNBUSCH, Rudiger, SIMONSEN, Mario H. (orgs.). **Inflation, debt, and indexation.** Cambridge: MIT. cap.8, p.183-222.
- TAVARES, Maria da C. (1983a). O sistema financeiro brasileiro e o ciclo de expansão recente. In: BELLUZZO, Luiz G. de M., COUTINHO, Renata (orgs.). **Desenvolvimento capitalista no Brasil; ensaios sobre a crise.** 2.ed. São Paulo: Brasiliense. v.2.
- TAVARES, Maria da C. (1983b). **Da substituição de importações ao capitalismo financeiro: ensaios sobre a economia brasileira.** 11.ed. Rio de Janeiro: Zahar.
- TEIXEIRA, Natermes G. (1985). **O sistema bancário brasileiro e suas transformações frente à crise atual.** Campinas: UNICAMP. (tese de doutorado - mimeo).

TEIXEIRA, Natermes, COSTA, Fernando N. da (1986). Setor financeiro: momentos de decisão. In: CARNEIRO, Ricardo (org.). **Política econômica da Nova República**. Rio de Janeiro: Paz e Terra. cap.VI, p.175-199.

ZINI Jr., Alvaro A. (1982). **Uma avaliação do setor financeiro no Brasil**: da reforma de 1964/65 à crise dos anos oitenta. Campinas, UNICAMP. (dissertação de mestrado - mimeo).