



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

Instituto de Economia

Dívida Mobiliária Pública e Financeirização da Riqueza: uma análise das singularidades do endividamento mobiliário interno no Brasil

Orlando Assunção Fernandes

Tese de Doutorado apresentada ao Instituto de Economia da UNICAMP para obtenção do título de **Doutor em Ciências Econômicas**, área de concentração: **Teoria Econômica**, sob a orientação da **Profª Drª Maria Alejandra Caporale Madi**.

*Este exemplar corresponde ao original da tese defendida por **Orlando Assunção Fernandes**, em **05/10/2009** e orientada pela **Profª Drª Maria Alejandra Caporale Madi**.*

CPG, 05/10/2009

Campinas, 2009

**Ficha catalográfica elaborada pela Biblioteca
do Instituto de Economia/UNICAMP**

F391d

Fernandes, Orlando Assunção.

Divida mobiliária pública e financeirização da riqueza: uma análise das singularidades do endividamento mobiliário interno no Brasil / Orlando Assunção Fernandes. - Campinas, SP: [s.n.], 2009.

Orientador: Maria Alejandra Caporale Madi.
Tese (doutorado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia.

1. Dívida pública – Brasil. 2. Capital (Economia). 3. Indexação. I. Madi, Maria Alejandra Caporale. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

09-037-BIE

Título em Inglês: Public securities debt and financialization of wealth: an analysis of singularities of the domestic securities debt in Brazil

Keywords : Public debt – Brazil ; Capital ; Indexing

Área de concentração : Teoria Econômica

Titulação : Doutor em Ciências Econômicas

Banca examinadora : Profa. Dra. Maria Alejandra Caporale Madi
Prof. Dr. José Ricardo Barbosa Gonçalves
Prof. Dr. Carlos Eduardo do Nascimento Gonçalves
Prof. Dr. Frederico Araújo Turolla
Prof. Dr. Luís Eduardo Afonso

Data da defesa: 05-10-2009

Programa de Pós-Graduação: Ciências Econômicas

Tese de Doutorado

Aluno: **ORLANDO ASSUNÇÃO FERNANDES**

**“DÍVIDA MOBILIÁRIA PÚBLICA E FINANCEIRIZAÇÃO DA RIQUEZA: UMA
ANÁLISE DAS SINGULARIDADES DO ENDIVIDAMENTO MOBILIÁRIO
INTERNO NO BRASIL”**

Defendida em 05 / 10 / 2009

COMISSÃO JULGADORA



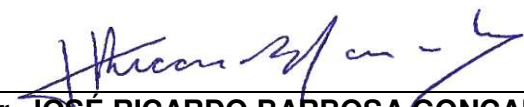
Prof.ª. Dr.ª. MARIA ALEJANDRA CAPOREALE MADI
Instituto de Economia / UNICAMP



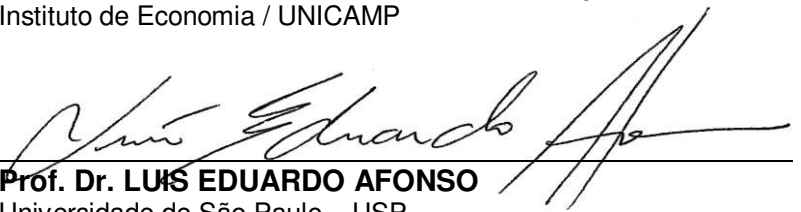
Prof. Dr. CARLOS EDUARDO DO NASCIMENTO GONÇALVES
Instituto de Economia / UNICAMP



Prof. Dr. FREDERICO ARAUJO TUROLLA
Fundação Getúlio Vargas / São Paulo



Prof. Dr. JOSÉ RICARDO BARBOSA GONÇALVES
Instituto de Economia / UNICAMP



Prof. Dr. LUIS EDUARDO AFONSO
Universidade de São Paulo – USP

AGRADECIMENTOS

A elaboração de uma tese de doutorado é tarefa árdua que exige esforço, empenho e perseverança. Na extensa caminhada percorrida até a conclusão desta tese, diversos obstáculos tiveram que ser transpostos. Porém, muitos deles só foram superados graças à ajuda e à contribuição de algumas pessoas, as quais faço questão de ora agradecer. Todavia, no curto espaço disponível para este fim, é muito difícil, se não quase impossível, exprimir a verdadeira dimensão de minha gratidão para com todas essas pessoas que, direta ou indiretamente, contribuíram de algum modo para que eu pudesse chegar até aqui. Destarte, desde já, deixo minhas desculpas caso venha a esquecer de algo ou de alguém.

Gostaria de começar meus agradecimentos ao Instituto de Economia. Ao Alberto, Cida, Fátima e Marinete, da secretaria de pós-graduação, pela atenção e pelas valiosas informações nos momentos de dúvida. Aos professores Antonio Carlos Macedo e Silva, Carlos Estevam Martins, Cláudio Schüller Maciel, Frederico Mazzucchelli, João Manuel Cardoso de Mello, José Ricardo Barbosa Gonçalves, Julio Sérgio Gomes de Almeida, Luiz Gonzaga Belluzzo e Ricardo Carneiro, com os quais tive o prazer de conviver e a honra de aprender, ainda na fase dos créditos de disciplinas do programa de doutorado, os meus mais sinceros agradecimentos.

Aos professores José Ricardo Barbosa Gonçalves e Carlos Eduardo de Carvalho, membros da banca de qualificação, minha gratidão por suas sugestões e comentários, que contribuíram de forma significativa com a tese.

Deixo também um agradecimento a Frederico Araújo Turolla, colega de magistério e parceiro em vários artigos, pelas muitas trocas de informações e pelas amplas e frutíferas discussões que, de um modo ou de outro, contribuíram na elaboração desse trabalho.

Não posso deixar aqui de agradecer a Luiz Alberto de Souza Aranha Machado pela confiança depositada em meu trabalho, desde os tempos em que ainda era Presidente do Conselho Regional de Economia de São Paulo, bem como a José Francisco Vinci de Moraes.

Outra menção, que jamais poderia faltar nesses agradecimentos, é dedicada ao Prof. Dr. Fernando Nogueira da Costa. Por sua sensibilidade e capacidade de avaliação, por sua correta compreensão dos motivos que me conduziam ao doutoramento, o meu muito obrigado.

Um agradecimento especial deixo à minha orientadora, Profa. Dra. Maria Alejandra Caporale Madi, por suas sugestões e comentários precisos e preciosos, pela atenção e paciência referendadas pelas dezenas e dezenas de horas dedicadas às nossas reuniões de trabalho, às trocas de mensagens eletrônicas e às leituras das versões preliminares desse trabalho.

Tive ainda apoio e estímulo de grandes amigos que, mesmo correndo o risco de esquecer alguém, não posso deixar de mencionar. São eles: Edison Aurélio, Helvécio, Luís Eduardo, Mário Margarido, Maurilha e Sergio Bars. A todos o meu muito obrigado.

Por fim, agradeço também ao meu pai Amandio, ao meu irmão Amandio e à minha saudosa avó Maria que, por maiores que fossem meus queixumes, estiveram sempre dispostos a me oferecer uma palavra de conforto e de estímulo. À minha mãe Otelinda, não só pelo incentivo nessa longa e difícil jornada do doutoramento, mas por ter estado sempre presente em minha vida, a dívida maior. Por seu carinho e apoio, e por não me deixar desistir nunca, mesmo nos momentos de grande desânimo e frustração, o meu eterno agradecimento.

RESUMO

Esta tese analisa as singularidades do endividamento público mobiliário interno no Brasil, no período que vai de 1964 a 2006. Partindo-se de uma perspectiva histórica, procura-se evidenciar como os papéis emitidos pelo Estado brasileiro passaram a ocupar lugar de destaque entre os ativos financeiros disponíveis e se transformaram em um poderoso instrumento do processo de valorização financeira do capital. Argumenta-se que qualquer análise sobre o processo de dominância financeira do capitalismo, especificamente no caso brasileiro, deve passar por uma correta compreensão do processo de evolução e gestão da dívida pública mobiliária interna, dada a sua importância, não só em termos do tamanho e da participação relativa no estoque total de ativos financeiros disponíveis, mas também por seu poder de influência sobre os demais ativos financeiros, ao servir de referência na determinação da estrutura de prazos e custos do mercado de capitais. Dessa forma, objetiva-se demonstrar que, diante da tendência do capital em se reproduzir cada vez mais pela esfera financeira, os títulos de dívida pública no Brasil, com o passar dos anos, transformaram-se numa relevante manifestação desse processo, o qual ganhou contornos ainda mais acentuados, dadas as singularidades da dívida, em particular, no que tange ao uso de papéis indexados. Tais singularidades foram resultado de amplas reformas institucionais empreendidas, ao longo dos anos, com o intuito de ampliar o grau de liquidez, a rentabilidade e a segurança oferecidos aos agentes tomadores, satisfazendo aos seus interesses rentistas, ao transformar a dívida mobiliária interna brasileira em um importante instrumento do processo de valorização financeira da riqueza da economia.

PALAVRAS-CHAVE: Dívida Pública Mobiliária Interna; Financeirização; Indexação.

ABSTRACT

This thesis analyzes the singularities of the Brazilian domestic public securities debt in the period 1964 to 2006. From a historical perspective, we tried to highlight how the securities issued by the Brazilian government gained prominence among the financial assets available and have become a powerful instrument of the financial valorization of capital. It is argued that any analysis of the process of financial domination of capitalism, specifically in the Brazilian case, must include a correct understanding of the process of evolution and management of domestic securitized debt, given its importance, not only in terms of size and the relative share in total stock of financial assets available, but also because of its influence on other financial assets, as a reference in determining the term structure and prices in capital markets. Thus, the objective is to demonstrate that, in light of the tendency of capital to increasingly reproduce itself in the financial sphere, the public debt in Brazil have over the years become an important manifestation of this process, which took even wider dimensions in face of the singularities of the debt, in particular with respect to the use of indexed securities. Such singularities resulted from broad institutional reforms undertaken over the years, with the aim of increasing the degree of liquidity, profitability and safety offered to security holders so as to satisfy the interests of rentist capitalists, turning the Brazilian domestic public securities debt into an important instrument in the process of financial valorization of wealth of the economy.

KEYWORDS: Domestic Securities Public Debt; Financialization; Indexing.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	1
 I – Dívida Pública Mobiliária, Financeirização e Tendência ao Rentismo	
1.1 - INTRODUÇÃO	9
1.2 - O CARÁTER FICTÍCIO DOS TÍTULOS DE DÍVIDA PÚBLICA.....	11
1.3 - BRETTON WOODS E A ERA DA REGULAMENTAÇÃO FINANCEIRA	20
1.4 - O PADRÃO DE VALORIZAÇÃO DA RIQUEZA PÓS-BRETTON WOODS	31
1.4.1 - DESREGULAMENTAÇÃO E LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA	31
1.4.2 - A PREDOMINÂNCIA DA LÓGICA DE VALORIZAÇÃO FINANCEIRA SOBRE A LÓGICA DE VALORIZAÇÃO DO CAPITAL EM FUNÇÕES	43
1.4.3 - A PROLIFERAÇÃO DOS ATIVOS FINANCEIROS VIS-À-VIS AOS ATIVOS INSTRUMENTAIS.....	49
 II – Dívida Pública Mobiliária e Indexação	
2.1 - INTRODUÇÃO	59
2.2 - ESTRATÉGIAS DE SELEÇÃO DE ATIVOS PELA ÓTICA DO INVESTIDOR	63
2.2.1 - DECISÕES DE PORTFÓLIO EM AMBIENTES DE INCERTEZA: INDEXAÇÃO X PRAZO	63
2.2.2 - SELEÇÃO DE ATIVOS FINANCEIROS INDEXADOS E DE CURTO PRAZO	71
2.3 - ESTRATÉGIAS DE GERENCIAMENTO DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA	73
 III – A Gestão da Dívida Pública Mobiliária Interna no Brasil (1964-1989): da Indexação A Preços à Indexação A Ativos	
3.1 - INTRODUÇÃO	79
3.2 - O USO DA INDEXAÇÃO A ÍNDICES DE PREÇOS NA GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA INTERNA BRASILEIRA: A INTRODUÇÃO DA CORREÇÃO MONETÁRIA	83
3.3 - A UTILIZAÇÃO DE PREFIXADOS E O PROCESSO DE ENCURTAMENTO DOS PRAZOS.	86
3.4 - A INTRODUÇÃO DAS CARTAS DE RECOMPRA	96
3.5 - A ADOÇÃO DA INDEXAÇÃO AO CÂMBIO NOS TÍTULOS DE DÍVIDA PÚBLICA DOMÉSTICA	98
3.6 - OS CASOS DE SUBINDEXAÇÃO E A INSTITUCIONALIZAÇÃO DA INDEXAÇÃO A JUROS.....	103
3.7 - CONSIDERAÇÕES SOBRE O PROCESSO DE VALORIZAÇÃO FINANCEIRA VIA TÍTULOS PÚBLICOS DOMÉSTICOS.....	118
3.7.1 - A VALORIZAÇÃO FINANCEIRA DO CAPITAL A PARTIR DE UM PADRÃO DEFINIDO PELO ESTADO: O CASO DA CORREÇÃO MONETÁRIA DAS ORTN	118
3.7.2 - ENDIVIDAMENTO EXTERNO E A AMPLIAÇÃO DO CIRCUITO DE VALORIZAÇÃO FINANCEIRA VIA TÍTULOS DE DÍVIDA DOMÉSTICA.....	121
3.7.3 - O OVERNIGHT E O PROCESSO DE VALORIZAÇÃO FINANCEIRA DO CAPITAL EM ESCALA AMPLIADA.....	128

IV – A GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA INTERNA NO BRASIL (1990-2006): LIBERALIZAÇÃO, ESTABILIZAÇÃO E PRESERVAÇÃO DA INDEXAÇÃO

4.1 - INTRODUÇÃO	141
4.2 - A REESTRUTURAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA INTERNA NO INÍCIO DOS ANOS NOVENTA.....	146
4.3 - A CRIAÇÃO DE NOVOS INSTRUMENTOS DE DÍVIDA E O ADVENTO DAS NTN	155
4.4 - A EXPANSÃO DE TÍTULOS PREFIXADOS NO PÓS-REAL	163
4.5 - CRISES EXTERNAS E A RETOMADA DA INDEXAÇÃO AO CÂMBIO	167
4.6 - DÍVIDA PÓS-FIXADA E CURTO PRAZISMO	179
CONCLUSÃO	193
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	205
ANEXOS	221

LISTA DE FIGURAS, QUADROS E TABELAS

FIGURAS

FIGURA 1.1 - TAXA DE DESEMPREGO: ESTADOS UNIDOS, ALEMANHA E INGLATERRA (1923-1938)	26
FIGURA 1.2 - TAXA NOMINAL DE JUROS NORTE-AMERICANA – FED FUNDS EM % A.A. (1960-1989)	37
FIGURA 1.3 - DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA TOTAL EM PORCENTAGEM DO PIB EM PAÍSES SELECIONADOS (1980 E 2003)	38
FIGURA 1.4 - ESTADOS UNIDOS: TAXAS DE JUROS DOS FUNDOS FEDERAIS EM % A.A. (1980-2006)	43
FIGURA 1.5 - COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA DOMÉSTICA SECURITIZADA MUNDIAL POR EMISSORES (ANO BASE 2006)	53
FIGURA 1.6 - TAXA ANUAL MÉDIA DE CRESCIMENTO DOS MERCADOS FINANCEIROS EM PAÍSE SELECIONADOS (1993-2003)	55
FIGURA 2.1 - ESTOQUE MUNDIAL DE TÍTULOS PÚBLICOS DOMÉSTICOS EM TRILHÕES DE DÓLARES (1992-2005)	60
FIGURA 2.2 - TAXAS MÉDIAS DE JUROS REAIS EM PAÍSES SELECIONADOS (DÉCADAS DE 60, 70 E 80)	62
FIGURA 3.1 - TAXA DE CRESCIMENTO REAL DA DÍVIDA MOBILIÁRIA INTERNA FEDERAL (1964-1980)	86
FIGURA 3.2 - INFLAÇÃO (IGP-DI), CORREÇÃO MONETÁRIA (ORTN) E VARIAÇÃO CAMBIAL (CR\$=US\$): 1969-1985	104
FIGURA 3.3 - NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO – CONCEITOS NOMINAL E OPERACIONAL COM DESVALORIZAÇÃO CAMBIAL - (% PIB): 1981-1989)	107
FIGURA 3.4 - PRAZO MÉDIO EM MESES DA DÍVIDA MOBILIÁRIA FEDERAL NO MERCADO (1965-1990)	116
FIGURA 3.5 - TAXA NOMINAL DE JUROS DAS ORTN X TAXA DE INFLAÇÃO PELO IGP-DI: (DADOS MENSAIS, 1965-1973)	120
FIGURA 3.6 - RESERVAS INTERNACIONAIS – CONCEITO LIQUIDEZ INTERNACIONAL EM MILHÕES DE DÓLARES (1970-1978)	122
FIGURA 3.7 - EVOLUÇÃO DA DÍVIDA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA EM % DO PIB (1964-2006)	127
FIGURA 3.8 - EVOLUÇÃO DA TAXA MENSAL DO IGP-DI E DA TAXA OVER SELIC (1986-1989)	137
FIGURA 3.9 - COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA MOBILIÁRIA FEDERAL EM PODER DO PÚBLICO (1964-1989)	138
FIGURA 4.1 - NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO – CONCEITOS NOMINAL, OPERACIONAL E PRIMÁRIO COM DESVALORIZAÇÃO CAMBIAL: 1990-1994	151
FIGURA 4.2 - EVOLUÇÃO DA DÍVIDA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA EM % PIB (1989-2006)	152
FIGURA 4.3 - TAXA REAL DE JUROS OVER SELIC (% A.M.): 1992-1994	159
FIGURA 4.4 - INVESTIMENTO DIRETO ESTRANGEIRO E INVESTIMENTO ESTRANGEIRO EM CARTEIRA: EM MILHÕES DE DÓLARES (1990-2006)	160
FIGURA 4.5 - INVESTIMENTO DIRETO ESTRANGEIRO: INGRESSOS EM MILHÕES DE DÓLARES (1994-2002)	165
FIGURA 4.6 - INVESTIMENTO ESTRANGEIRO EM AÇÕES E TÍTULOS DOMÉSTICOS: EM MILHÕES DE DÓLARES (1995- 2006)	167
FIGURA 4.7 - NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO: CONCEITOS NOMINAL E PRIMÁRIO COM DESVALORIZAÇÃO CAMBIAL (1995-2006)	173
FIGURA 4.8 - TAXA OVER SELIC AO MÊS X INFLAÇÃO MENSAL PELO IPCA: 1995-2006	175
FIGURA 4.9 - EVOLUÇÃO DA COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA MOBILIÁRIA DOMÉSTICA FEDERAL (DADOS MENSAIS POR INDEXADORES, 1990-2006)	176
FIGURA 4.10 - TAXA DE CÂMBIO COMERCIAL DE VENDA - R\$ / US\$ - MÉDIA MENSAL (1994-2006)	180
FIGURA 4.11 - PRINCIPAIS TÍTULOS CAMBIAIS DA DÍVIDA MOBILIÁRIA FEDERAL: EM MILHÕES DE REAIS (1994-2004)	184
FIGURA 4.12 - TAXA NOMINAL DE JUROS NORTE-AMERICANA (FED FUNDS EM % A.A.): 1990-2006)	185
FIGURA 4.13 - COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA POR INDEXADORES (POSIÇÃO DE DEZEMBRO/2006)	186
FIGURA 4.14 - PRAZO MÉDIO E DURAÇÃO DA DÍVIDA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA (1997-2006)	187
FIGURA 4.15 - TOMADORES DE TÍTULOS DE DÍVIDA PÚBLICA (POSIÇÃO EM 29/12/2006)	188

FIGURA 4.16 - COMPOSIÇÃO DOS PAPÉIS DE DÍVIDA PÚBLICA EM FUNDOS DE INVESTIMENTO (POSIÇÃO EM 29/12/2006)	189
--	-----

QUADRO

QUADRO 2.1 - ESTRATÉGIAS DE GERENCIAMENTO DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA.....	74
---	----

TABELAS

TABELA 1.1 - ÍNDICE DO PRODUTO NACIONAL BRUTO (PNB): EUA E INGLATERRA, 1918-1923, BASE 1913=100	24
TABELA 1.2 - ÍNDICE DE PRODUÇÃO INDUSTRIAL EM PAÍSES SELECIONADOS, 1932, BASE 1929=100	26
TABELA 1.3 - PREÇO MÉDIO DO BARRIL DE PETRÓLEO EM US\$: VALORES CORRENTES (1972-1981)	35
TABELA 1.4 - TAXAS MÉDIAS DE JUROS REAIS EM PAÍSES SELECIONADOS (1960-1989)	36
TABELA 1.5 - EVOLUÇÃO DO MERCADO FINANCEIRO GLOBAL EM TRILHÕES DE DÓLARES (1980-2003)	49
TABELA 1.6 - RELAÇÃO ESTOQUE DE ATIVOS FINANCEIROS E PRODUTO NACIONAL BRUTO EM PAÍSES SELECIONADOS EM TRILHÕES DE US\$ (ANO BASE 2003).....	51
TABELA 1.7 - COMPOSIÇÃO DOS MERCADOS LOCAIS DE DÍVIDA EM PAÍSES SELECIONADOS: EM BILHÕES DE DÓLARES (POSIÇÃO 2006).....	52
TABELA 3.1 - DESPESAS E SALDO ORÇAMENTÁRIO DO TESOUREIRO: 1956-1960.....	82
TABELA 3.2 - PRAZO MÉDIO DAS ORTN (1965-1969).....	86
TABELA 3.3 - PARTICIPAÇÃO PERCENTUAL DAS LTN E DAS ORTN NO ESTOQUE TOTAL DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA DOMÉSTICA (1970-1973).....	88
TABELA 3.4 - TAXAS DE INFLAÇÃO ANUAL APURADAS PELO IGP-DI (1970-1979)	89
TABELA 3.5 - PRAZO MÉDIO DA DÍVIDA MOBILIÁRIA INTERNA FEDERAL (1975-1979)	90
TABELA 3.6 - PRAZO MÉDIO DA DÍVIDA MOBILIÁRIA FEDERAL NO MERCADO (1965-1989)	92
TABELA 3.7 - PARTICIPAÇÃO RELATIVA DOS TÍTULOS DE DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL EM PODER DO PÚBLICO (1965-1985).....	93
TABELA 3.8 - BRASIL: ANÁLISE COMPARATIVA DA VARIAÇÃO ANUAL DA ORTN, DA TAXA DE CÂMBIO (CR\$=US\$) E DA INFLAÇÃO (IGP-DI): 1978-1984	101
TABELA 3.9 - PERCENTUAL DE ÁGIO DA TAXA DE CÂMBIO DO DÓLAR NO MERCADO PARALELO SOBRE A TAXA DE CÂMBIO DO DÓLAR COMERCIAL (JAN/1985 - DEZ/1989)	102
TABELA 3.10 - TAXAS ANUAIS DE INFLAÇÃO – IPCA E IGP-DI: (1980-1989)	108
TABELA 3.11 - TAXA DE CRESCIMENTO REAL DA DÍVIDA MOBILIÁRIA INTERNA FEDERAL (1980-1989)	111
TABELA 3.12 - PARTICIPAÇÃO RELATIVA DOS PAPÉIS DE DÍVIDA NO ESTOQUE TOTAL DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA: (1986-1989)	117
TABELA 3.13 - DÍVIDA EXTERNA BRASILEIRA EM MILHÕES DE DÓLARES (1967-1979)	123
TABELA 3.14 - MEIOS DE PAGAMENTO E TÍTULOS DA DÍVIDA INTERNA FEDERAL EM PODER DO PÚBLICO: PARTICIPAÇÃO PERCENTUAL NO PIB (1970-1979)	124
TABELA 3.15 - BALANÇO DE PAGAMENTOS BRASILEIRO: VALORES EM MILHÕES DE DÓLARES (1970-1985).....	125
TABELA 3.16 - MEIOS DE PAGAMENTO E TÍTULOS PÚBLICOS: PARTICIPAÇÃO PERCENTUAL NO PIB (1980-1989)	129
TABELA 3.17 - PRINCIPAIS CONTAS DO ATIVO DO BALANÇO PATRIMONIAL DOS BANCOS COMERCIAIS PRIVADOS EM PORCENTAGEM (1968-1989).....	131
TABELA 3.18 - PRINCIPAIS CONTAS DO PASSIVO DO BALANÇO PATRIMONIAL DOS BANCOS COMERCIAIS PRIVADOS EM PORCENTAGEM (1968-1989)	136
TABELA 4.1 - PRAZO MÉDIO DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA DOMÉSTICA (1989-1993)	150
TABELA 4.2 - TAXAS DE INFLAÇÃO ANUAIS: IGP-DI E IPCA (1990-1994).....	154
TABELA 4.3 - PARTICIPAÇÃO DOS TÍTULOS PÚBLICOS NO ESTOQUE TOTAL DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA INTERNA (1990-1993)	161
TABELA 4.4 - RESERVAS INTERNACIONAIS: CONCEITO LIQUIDEZ INTERNACIONAL EM MILHÕES	

DE DÓLARES (1990-2006)	162
TABELA 4.5 - RESULTADOS DO PROGRAMA NACIONAL DE DESESTATIZAÇÃO: EM MILHÕES DE DÓLARES (1991-2002)	165
TABELA 4.6 - TAXAS DE INFLAÇÃO ANUAIS: IGP-DI E IPCA (1994-2006).....	166
TABELA 4.7 - BALANÇO DE PAGAMENTOS BRASILEIRO: VALORES EM MILHÕES DE DÓLARES (1991-2006)	169
TABELA 4.8 - FATORES CONDICIONANTES DA DÍVIDA PÚBLICA: FLUXOS ACUMULADOS NO ANO EM MILHÕES DE REAIS (1996-2006)	170
TABELA 4.9 - FATORES CONDICIONANTES DA DÍVIDA PÚBLICA EM PORCENTAGEM DO PIB (1996-2006)	171
TABELA 4.10 - PARTICIPAÇÃO DOS TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS NO ATIVO TOTAL DOS 50 MAIORES BANCOS BRASILEIROS: VALORES CORRENTES EM MILHARES DE REAIS (1995-2006).....	177

INTRODUÇÃO

O capitalismo contemporâneo tem se caracterizado pela ampliação da natureza financeira e fictícia da riqueza, pela demanda e conseqüente proliferação de ativos financeiros líquidos, bem como pela busca incessante por uma rentabilidade cada vez mais elevada. A liberalização financeira, combinada com a veloz proliferação das inovações financeiras, resultou numa expansão sem paralelos da riqueza financeira, proporcionando uma transformação crucial no que se refere ao peso e à influência dos ativos financeiros nas economias modernas. Cresceu vertiginosamente a participação dos ativos financeiros no total dos ativos detidos pelos agentes econômicos, configurando-se em uma forte tendência ao rentismo nas economias capitalistas.

Esse crescente volume de ativos financeiros detidos por bancos, investidores institucionais, conglomerados industriais e, mais recentemente, também pelo seu maior peso no estoque de ativos das pequenas e médias empresas e também das famílias, deve ser entendido pela força da lógica da valorização financeira da riqueza prevalecente no capitalismo atual. Dentre os diferentes ativos financeiros que têm se constituído em lastro para essa lógica de valorização financeira do capital, os títulos de dívida pública ganharam grande destaque, dada as suas características de rentabilidade, elevada liquidez e por se constituírem em ativos mais seguros quando comparados a outros tipos de ativos financeiros disponíveis.

Tais características foram sendo reforçadas na medida em que, para aumentar a atratividade de seus títulos, os governos foram empreendendo, ao longo dos anos, amplas reformas institucionais com o intuito de ampliar o grau de liquidez, a rentabilidade e a segurança aos agentes tomadores, garantindo demanda para seus papéis à medida que foram satisfazendo os interesses rentistas dos agentes, transformando a dívida pública securitizada em uma importante expressão do processo de financeirização da riqueza no capitalismo contemporâneo.

Partindo dessa perspectiva, acreditamos que qualquer análise sobre o atual processo de dominância financeira do capitalismo, especificamente no caso brasileiro, deva passar por uma correta compreensão do processo de evolução e gestão da nossa dívida pública mobiliária interna,¹ dada a sua importância, não só em termos de tamanho e participação relativa no estoque total de dívidas securitizadas, mas também pelas próprias singularidades do mercado de dívida pública no Brasil, e por seu poder de influência sobre os demais ativos financeiros, ao servir de referência na determinação da estrutura de prazos e custos do mercado de capitais. Além disso, acreditamos também que qualquer análise sobre a dívida mobiliária interna pública no Brasil, mais do que simplesmente lançar um olhar sobre seus aspectos puramente técnicos ou meramente conjunturais, deva levar em consideração um movimento comum a todo o período analisado por esse trabalho, qual seja, uma crescente busca do capital em se valorizar pela esfera financeira.²

É nessa direção que se insere o escopo dessa tese. O objetivo é demonstrar que, diante da tendência do capital em se reproduzir cada vez mais pela esfera financeira, os títulos de dívida pública no Brasil, com o passar dos anos, transformaram-se em um poderoso instrumento do processo de valorização financeira do capital, ao satisfazer os interesses rentistas dos agentes.

A tese aqui apresentada é que as singularidades do processo de endividamento público mobiliário interno no Brasil, no período que vai de 1964 a 2006, em especial no que se refere à utilização da indexação, fizeram com que os papéis emitidos pelo Estado brasileiro passassem a ocupar lugar de destaque entre os ativos financeiros disponíveis e se transformassem em um poderoso instrumento do processo de valorização do capital, não só por seu tamanho e participação relativa no total dos ativos financeiros disponíveis, mas também por seu papel de

¹ - Temos clareza que a gestão da dívida pública mobiliária interna interage com outras políticas. Contudo, optaremos, nesse trabalho, por privilegiar a política de gestão e não partir da análise do conjunto.

² - Gonçalves e Madi (2006) apontam que a relação entre a financeirização e as políticas do Estado no Brasil deve ser pensada a partir dos anos setenta. Ver GONÇALVES, José R. Barbosa e MADI, Maria A. Caporale. A modernização e a redefinição das elites no Brasil contemporâneo. Trabalho apresentado no 52º Congresso Internacional de Americanistas, Sevilha, ESPANHA, julho de 2006.

benchmark no mercado local de capitais.³ O uso da indexação acabou por viabilizar um processo em que a dívida pública mobiliária interna se tornaria ela própria uma fonte indutora da financeirização da economia brasileira.

Como iremos examinar, diante da instabilidade monetária e das crescentes necessidades de financiamento do Estado, dada a inadequada estrutura de financiamento da economia brasileira prevalecente antes das reformas do Programa de Ação Econômica do Governo (PAEG), a dívida mobiliária interna pública já “nasceria”, no Brasil, marcada por características bastante particulares, sendo ela totalmente indexada. A utilização da chamada correção monetária nas Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN), como observa Tavares (1983), propiciaria um processo de valorização do capital-dinheiro por um padrão definido pelo próprio Estado, permitindo que este se tornasse um instrumento de valorização de si mesmo. Porém, com o decorrer dos anos, novas reformas e mecanismos institucionais de dívida pública seriam criados, como, por exemplo, o uso da indexação ao câmbio e, mais tarde, a indexação a juros nos títulos de dívida interna. Tais reformas aprofundariam ainda mais esse processo, que tem na utilização da indexação seu aspecto mais recorrente, e que, mesmo após a estabilidade de preços do período pós-Real, não teria seu uso interrompido, possibilitando aos agentes concentrarem parcela cada vez maior de sua riqueza nesses ativos de alta liquidez e que, ao mesmo tempo, garantem rentabilidade real com baixo risco de crédito,⁴ alimentando o processo de financeirização do capital na economia brasileira.

A conclusão mais freqüente que tem sido suscitada pelos debates a respeito da dívida pública mobiliária interna brasileira é que seu perfil adverso, - predominantemente caracterizado por curto prazo médio e elevada participação relativa de títulos indexados, tanto pelo mercado de bens (índices de preços), tanto pelo mercado de ativos (taxas de juros e de

³ - Os papéis de dívida pública acabam também servindo de referência na determinação da estrutura de prazos e custos dos demais ativos financeiros, como, por exemplo, na emissão de debêntures e CDBs, já que estes tendem a acompanhar as mesmas formas de remuneração e vencimento estabelecidas nos títulos públicos.

⁴ - Quando se fala em baixo risco de crédito, a idéia aqui é apenas evidenciar que os papéis de dívida pública, quando comparados a outros tipos de ativos financeiros disponíveis, constituem-se em ativos mais seguros, dado que o aval do Estado lhes garante a melhor qualidade possível.

câmbio) - é resultado da política de gestão da dívida pública, caracterizada por sucessivas quebras de regras contratuais, aliada ao desequilíbrio das finanças públicas ao longo dos anos.⁵

Por essa abordagem, poder-se-ia imaginar então que se os gestores da dívida não promovessem quebras das regras contratuais e mantivessem elevado nível de transparência, diante de um cenário de estabilidade de preços e de forte ajuste fiscal que lograsse obter elevados superávits primários, os problemas da maturação, composição e de custo da dívida estariam resolvidos a favor do setor público. Por essa linha de raciocínio, considerando-se que a partir do Plano Real se iniciou a busca pela assim chamada “credibilidade” do setor público, com inflação controlada e maior transparência fiscal,⁶ e que, a partir do início do segundo mandato do Presidente Fernando Henrique Cardoso, procedeu-se, no âmbito do acordo com o Fundo Monetário Internacional, a implantação de um intenso ajuste fiscal, poder-se-ia então esperar uma drástica melhora no perfil da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi), o que, como veremos, não aconteceu.

A dificuldade em se conseguir um perfil de dívida que combinasse um elevado percentual de títulos prefixados, juntamente com uma ampliação do prazo médio foi, como demonstrarei ao longo desse trabalho, uma constante durante todo o período analisado. Tal dificuldade pode ser atribuída ao elevado prêmio exigido pelos tomadores para aceitar carregar papéis de dívida pública com essas características no Brasil, mesmo quando defrontados com um cenário de estabilidade de preços (pós 1994) e de maior austeridade fiscal (com a obtenção

⁵ - Um exemplo desse tipo de conclusão pode ser encontrado no trabalho de Loureiro e Barbosa (2003), no qual os autores afirmam que as sucessivas quebras de regras contratuais e o desequilíbrio das finanças públicas são os motivos que levam os agentes econômicos a exigir taxas de juros mais elevadas para demandar títulos públicos. Outros trabalhos que também chamam a atenção para essas questões são os de Toledo (1986); Goldfajn (1998); Hermann (2002); Figueiredo e Megale (2006) e Resende (2006).

⁶ - Em 2001, o Fundo Monetário Internacional (FMI) publicou oitenta Relatórios de Observância de Códigos e Padrões. No tocante ao Brasil, o FMI, em seu Relatório de Transparência Fiscal, chegou a conclusões favoráveis quanto ao aprimoramento e aos elevados padrões atingidos pelo Brasil nessa área. Especificamente, o relatório menciona, entre outros aspectos, a Lei de Responsabilidade Fiscal e o suporte legal que ela confere ao exercício de uma prática fiscal transparente; a amplitude de cobertura de metas e estatísticas fiscais-financeiras, bem como a qualidade dessas estatísticas; os mecanismos de controle interno e externo e o uso de recursos eletrônicos para a divulgação de dados e normas. IMF (2001).

de crescentes superávits primários a partir de 1999). Dessa forma, a estratégia dos gestores foi, i) ora alongar o prazo médio da dívida, porém à custa de uma maior indexação de papéis, com todas as dificuldades de previsibilidade que isso traz ao gestor sobre o quanto exatamente vai ter que pagar por um determinado papel no futuro, sem falar no constrangimento que exerce sobre a própria execução da política macroeconômica e, portanto, nos níveis de renda e emprego, quando os papéis são indexados, por exemplo, à taxa de juros; ii) ora elevar o estoque prefixado da dívida, reduzindo fortemente o prazo dos títulos, com toda a inconveniência gerada por se ter uma dívida que necessita ser rolada em intervalos de tempo muito reduzidos, ficando dependente das condições vigentes no momento da renovação, no que tange tanto à disposição dos credores de renovar o contrato, tanto às condições de prazos e taxa de juros a serem exigidas por esses credores no momento da renovação.

Em qualquer um dos casos, as tensões presentes no processo de gestão da dívida mobiliária pública revelam a força da financeirização da riqueza e a tendência ao rentismo no capitalismo brasileiro, durante o período analisado por esse trabalho, pois, como veremos, a dívida pública mobiliária interna brasileira, com o passar dos anos, tornou-se ela própria lastro para o processo de ampliação do circuito de valorização financeira na economia brasileira.

A tese foi estruturada em quatro capítulos. No primeiro, faz-se uma discussão sobre o processo de financeirização da riqueza e a tendência ao rentismo do capitalismo contemporâneo, realçando o papel dos títulos de dívida pública nesse processo. Com tal objetivo, inicia-se com uma discussão sobre a dimensão fictícia dos papéis de dívida pública e sobre a tendência do capital em se reproduzir pela esfera financeira, recorrendo, para tal fim, às contribuições de Marx, Hilferding e Hobson. Depois nos remetemos à análise do percurso da financeirização da riqueza, evidenciando, primeiramente, a importância crescente que o processo de valorização financeira da riqueza passa a ter a partir da fase do capitalismo monopolista e a era da estruturação do sistema financeiro regulamentado do período Bretton Woods. O objetivo aqui é apenas evidenciar que as forças da financeirização já se faziam presentes muito antes da década de 1970, porém ainda com dimensões bem distintas daquelas que emergiriam com o desmantelamento do sistema Bretton Woods. Finalmente, na parte final desse capítulo, passamos então a discutir justamente o processo de desmontagem do sistema

criado em Bretton Woods, com o fim do padrão ouro-dólar e a livre flutuação das moedas, e todo o processo de desregulamentação e liberalização financeira que se seguiu, - e que corresponde ao período tratado por esse trabalho - conduzindo a um processo de securitização de dívidas e de proliferação de ativos financeiros, em especial dos títulos de dívida pública, bem como ao predomínio do processo de valorização financeira da riqueza sobre o processo de valorização do capital em funções.

No segundo capítulo passamos a discutir o emprego da indexação em papéis de dívida pública. Primeiramente examinamos a questão da indexação de ativos pela ótica do investidor. A idéia é evidenciar o papel da indexação nas estratégias de seleção de ativos e no processo de gestão da riqueza financeira dos investidores. Desse modo, discutiremos o processo de escolha, por parte dos agentes demandantes, entre prazos de vencimento e utilização de parâmetros externos de correção dos ativos, em especial, em ambientes caracterizados por incerteza, marcados por elevada instabilidade de preços. Nesse sentido, examinaremos também a possibilidade da combinação simultânea desses dois atributos, indexação e redução de prazos, no processo de composição dos portfólios dos agentes econômicos. Finalmente, passamos a discutir a ótica do Estado nesse processo. A idéia aqui é mostrar as estratégias possíveis de combinação de prazos e formas de remuneração (utilização ou não de indexadores) no caso específico da composição da dívida pública mobiliária e seus impactos no gerenciamento dessa dívida, bem como suas conseqüências no processo de governança.

No terceiro capítulo, analisamos a trajetória da dívida pública mobiliária no Brasil, em sua parcela doméstica, de 1964 até 1989, e o desenvolvimento de seus mecanismos institucionais, discutindo: i) as idiossincrasias do endividamento mobiliário brasileiro, com a utilização integral de papéis indexados à variação de índices de preços em seu nascimento; ii) o aparecimento de papéis prefixados e o subsequente processo de encurtamento dos prazos, o qual ganhou força maior com a introdução das chamadas cartas de recompra; iii) as origens da indexação ao câmbio no mercado de títulos de dívida pública e sua intensificação no início dos anos oitenta com a crise da dívida externa; iv) os diversos casos de subindexação e perda de credibilidade dos agentes na correção monetária, que conduziram à adoção da indexação a

juros. Por fim, tecemos considerações sobre a ampliação do circuito de valorização financeira da riqueza via títulos de dívida pública doméstica.

No quarto e último capítulo abordamos o período compreendido entre 1990 e 2006. Nesse capítulo passamos a analisar a dívida mobiliária interna brasileira diante do aprofundamento do processo de liberalização financeira iniciado a partir do início dos anos noventa, e os novos desafios trazidos à gestão da dívida mobiliária interna, dadas as exigências feitas pelos agentes tomadores para continuar demandando papéis de dívida pública, frente à um cenário marcado por forte ingresso de capitais. Iniciamos com uma discussão sobre o processo de reestruturação da dívida mobiliária interna pública promovido pelo Governo Collor no início dos anos noventa e, posteriormente, sobre o movimento de criação de vários novos instrumentos de dívida. Em seguida, revelamos os efeitos não permanentes da estabilidade promovida pelo Plano Real sobre o mercado de títulos de dívida pública e a abrupta reversão desses efeitos na composição da dívida após as crises asiática e russa, - decorrentes do maior grau de exposição da economia brasileira às nuances dos mercados financeiros globalizados - bem como tecemos comentários sobre a dívida mobiliária interna ao final do primeiro governo Lula, caracterizada ainda pelo curto prazismo e por um perfil fortemente pós-fixado, mesmo diante de um cenário de consolidação da estabilização, austeridade fiscal e de uma conjuntura internacional marcada por forte liquidez.

Finalmente, na última parte da tese, redigimos nossas conclusões, realçando os objetivos e resultados das estratégias de gestão de dívida adotadas no Brasil, e as tensões decorrentes desse processo ao longo dos mais de quarenta anos que compreendem este estudo.

I – DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA, FINANCEIRIZAÇÃO E TENDÊNCIA AO RENTISMO

1.1 - INTRODUÇÃO

A economia contemporânea tem sido marcada pela ampliação da natureza financeira e fictícia da riqueza, pela demanda e conseqüente preponderância de ativos financeiros líquidos, bem como pela busca incessante por uma rentabilidade cada vez mais elevada. Nos últimos quarenta anos, tem-se presenciado uma transformação crucial no que se refere ao peso e à influência dos ativos financeiros nas economias capitalistas contemporâneas. A liberalização financeira, combinada com a veloz proliferação das inovações financeiras, acabou por resultar numa expansão sem paralelos da riqueza financeira. Cresceu vertiginosamente a participação dos ativos financeiros no total dos ativos detidos pelas empresas e pelas famílias, configurando-se uma forte tendência ao rentismo nas economias capitalistas.⁷ O crescente processo de financeirização, no qual a tendência do capital é de se reproduzir diretamente no sistema $D - D'$, conduz a um processo de desequilíbrio de forças, no qual um grupo de agentes tem poder de influência muito superior aos demais. Nesse cenário, marcado pela dominância financeira, a expansão da dívida pública mobiliária é traço constitutivo do novo regime que ganhou força, em especial, a partir dos anos oitenta.

O fim do padrão-ouro divisas acabou sendo o estopim para esse movimento de transformações que conduziram a um impressionante processo de concentração de poder financeiro, bem como ao fim das antigas barreiras impostas às nações. Com o processo desencadeado a partir de 1971 houve uma intensificação nas formas de centralização do capital monetário que, mesmo presentes em momentos anteriores, haviam até então ficado em posição subalterna. Os chamados investidores institucionais - fundos de pensão, fundos mútuos de investimento e seguradoras especializadas em aposentadorias complementares –

⁷ - Sabemos que o rentismo não é fenômeno recente e nem se constitui em uma novidade. Quando usamos essa expressão nesse trabalho, o intuito é realçar como o ato de viver da renda gerada pela posse de ativos financeiros se disseminou e ganhou importância crescente no capitalismo contemporâneo.

passaram a comandar um enorme volume de ativos financeiros. Pelo gigantismo de suas operações e pela posse de enormes massas de ativos financeiros, com destaque para títulos de dívida pública, passaram a ter considerável força desestabilizadora nos mercados, e grande poder de pressão sobre os devedores, portanto, em boa medida, sobre os próprios Estados Nacionais, acabando por condicionar a própria gestão da política econômica.⁸

Para tentar compreender melhor esse processo de evolução da dominância financeira nas economias capitalistas contemporâneas, procura-se fazer nesse capítulo uma discussão sobre a trajetória do processo de financeirização da riqueza e a tendência ao rentismo do capitalismo contemporâneo, realçando-se, em especial, o papel dos títulos de dívida pública nesse processo.

Com tal objetivo, dividimos esse capítulo em três seções além dessa introdução. Iniciamos com uma discussão sobre o caráter fictício dos papéis de dívida pública e a tendência do capital em se reproduzir cada vez mais pela esfera financeira, recorrendo, para tal fim, às contribuições de Marx, Hilferding e Hobson. Depois nos remetemos à análise do percurso da financeirização da riqueza, evidenciando, na seção seguinte, a importância crescente que o processo de valorização financeira da riqueza passa a ter a partir da fase do capitalismo monopolista e a era da estruturação do sistema financeiro regulamentado do período Bretton Woods. O objetivo dessa seção é tão somente evidenciar que as forças da financeirização já se faziam presentes muito antes da década de 1970, porém ainda sob formas menos complexas e com dimensões muito distintas daquelas que emergiriam com o desmantelamento do sistema Bretton Woods. Finalmente, na última seção, discutimos justamente o processo de desmontagem do sistema Bretton Woods, com o fim do padrão ouro-dólar e a livre flutuação das moedas, e toda a desregulamentação e liberalização financeira que se seguiu, e que corresponde ao período tratado por esse trabalho, conduzindo a um processo de securitização de dívidas e de proliferação de ativos financeiros, em especial dos títulos de dívida pública.

⁸ - Chesnais (1996).

1.2 - O CARÁTER FICTÍCIO DOS TÍTULOS DE DÍVIDA PÚBLICA

O autor que melhor desvendou a capacidade do capital em se reproduzir na esfera financeira foi Marx. No livro III do Capital,⁹ Marx já fazia referência à importância crescente do capital a juros dentro do sistema econômico capitalista, mostrando que nesta condição o capital assume a sua forma mais desenvolvida.

A mercadoria é, para Marx, o fruto do trabalho e só é negociada por poder ser convertida em valor de troca (dinheiro). Ao contrário da visão clássica ($M - D - M$), o dinheiro não é apenas um mero lubrificante para as transações econômicas, é o centro do processo capitalista, é o objetivo final do processo de produção de mercadorias ($D - M - D'$).¹⁰ O dinheiro é o resultado final de um processo de metamorfose das mercadorias e sua quantidade de circulação depende então do volume e da velocidade dessa metamorfose, velocidade essa que aumenta com a proliferação do crédito.

O capitalista industrial, o capitalista empreendedor, tem de lidar constantemente com dinheiro. Parte específica de seu capital tem de existir também na forma de capital-dinheiro potencial, como reserva de meios de pagamento, capital esperando por utilização. O entesouramento constitui-se assim parte necessária ao processo de circulação. Entretanto, com a divisão do trabalho, as tarefas puramente técnicas de fazer pagamentos, recebimentos, compensação, bem como a custódia do dinheiro, acabam por se constituir em funções especializadas, exercidas por uma categoria especial de capitalistas. Tais funções se tornam destarte um negócio especializado, que, aos poucos, vai concentrando cada vez mais recursos em escala relevante. A execução dessas diferentes funções, ao se tornarem autônomas do capitalista industrial, dá origem ao comércio de dinheiro, o qual atinge seu máximo desenvolvimento quando as demais funções se associam ao ato de negociar com crédito.

⁹ - Marx (1991).

¹⁰ - “O motivo e o fim determinantes é reconverter D em $D + \Delta D$; os atos $D - M$ e $M - D'$ que possibilitam a operação $D - D'$, constituem meros aspectos transitórios dessa transformação de D em $D + \Delta D$.” Marx (1991: p. 376).

O dinheiro se transforma em capital quando, na produção capitalista, transforma-se em valor que se expande, produz lucro. O dinheiro passa assim a ter valor de uso, pois funciona como capital, e por ter valor de uso, o dinheiro é emprestado pelo capitalista financeiro. O seu valor de uso é, para Marx, sua capacidade de se converter em capital, ou seja, a faculdade que o dinheiro tem, nas mãos do capitalista em funções, de se apropriar da mais-valia produzida pela força de trabalho. Pelo valor de uso, o capitalista empresário não paga um preço, pois não é uma relação de compra e venda, quem empresta continua a ser o proprietário do dinheiro, ele paga juros, distribui uma parte de seu lucro para o capitalista financeiro. Esse movimento é descrito por Marx pelo esquema $D - D - M - D' - D'$, onde D' é $D + \Delta D$.¹¹

O capital, nessa forma de capital de empréstimo, continua estando diretamente ligado aos processos de geração de renda, continua tendo contrapartida no capital produtivo. Entretanto, com o desenvolvimento do sistema capitalista, uma soma de dinheiro passa a ser capaz de render juros mesmo quando não é efetivamente aplicada como capital em funções,¹² ou seja, o processo de valorização do capital passa a ocorrer, mesmo sem necessariamente estar ligado ao capital produtivo. É o chamado capital fictício, pelo qual se instaura um circuito puramente financeiro de valorização do capital.

¹¹ - Para Marx (1991), na primeira passagem ($D - D$) não há nenhum processo de metamorfose, pois ela representa apenas a mudança de mãos do capital-dinheiro, isto é, do capitalista financeiro para o capitalista empresário. Nas mãos do capitalista empresário o dinheiro se transforma em mercadorias que retorna como dinheiro acrescido de lucro (D'), ou seja, $D + \Delta D$. Os atos de $D - M$ e $M - D'$ são apenas ações intermediárias, pois como capital ele efetua o movimento $D - D'$. O capitalista em funções não se apropria integralmente de ΔD ; uma parte deve ser remetida para o capitalista financeiro, pois foi ele quem emprestou inicialmente D . Assim, essa parte de ΔD , do lucro, de acréscimo de valor de troca, será remetida ao capitalista prestamista na forma de juros, como forma de remuneração. Desse modo, os juros recebidos por esse capitalista nada mais são do que uma parte do lucro obtido pelo capitalista em funções ao utilizar o capital-dinheiro emprestado pelo capitalista financeiro. Para o capitalista em funções, que se utiliza do capital emprestado, o lucro bruto (ΔD) se divide então em duas frações: o juro que cabe ao capitalista financeiro e a parte que lhe sobra do lucro total. Tem-se, dessa forma, uma separação do lucro bruto entre juro e lucro do empresário.

¹² - *"A circunstância de o capital emprestado produzir juro, seja ou não efetivamente aplicado como capital..., robustece a idéia acerca da autonomia dessa forma de capital"*. Marx (1991: p. 434)

Marx faz então uma distinção entre duas formas específicas de capital financeiro, o capital de empréstimo, característico da fase inicial do capitalismo monopolista, o qual rende juros por uma apropriação da parte do lucro obtido pelo capitalista em funções e que, portanto, está diretamente associado ao processo de produção, ao processo de valorização do capital produtivo, e o capital fictício, que decorre do próprio processo de desenvolvimento da economia capitalista, no qual o esquema de valorização $D - D'$ se dá independente do processo de produção, atingindo com isso seu estado mais puro, sem a necessidade das fases intermediárias do processo de reprodução descrito pelo esquema $D - M$ e $M - D'$.

O capital fictício é assim a forma que melhor representa e se ajusta ao conceito de capital. Com ele fica obscurecida a relação entre valorização e produção, o dinheiro passa a ter o “dom natural” de se multiplicar. Temos na forma $D - D'$, dinheiro que gera mais dinheiro, valor que se valoriza a si mesmo. O esquema representado pela expressão $D - M - D'$, fica reduzido aos seus dois extremos $D - D'$, sendo $D' = D + \Delta D$, ou seja, dinheiro que é capaz de gerar mais dinheiro, não havendo a necessidade de intervenção dos processos de produção e circulação.

*“O capital aparece como fonte misteriosa, autogeradora do juro, aumentando a si mesmo... Torna-se assim propriedade do dinheiro gerar valor, proporcionar juros, do mesmo modo que dar peras é propriedade de uma pereira”.*¹³

O capital fictício, torna-se a forma mais desenvolvida do capital porque é a que melhor encobre as conexões que lhe dão origem. O dinheiro passa a trazer consigo a possibilidade de se automultiplicar, o dinheiro dá juros, ele se autovaloriza. Tem-se assim a completa “naturalização” das relações sociais.¹⁴ Na forma de capital fictício, o dinheiro passa a ter a capacidade intrínseca de se multiplicar.¹⁵

¹³ - Marx (1991: p. 451).

¹⁴ - Mazzucchelli (2005b).

¹⁵ - Nas palavras de Marx: “Gerar dinheiro parece tão próprio do capital nessa forma de capital-dinheiro, quanto crescer é natural às árvores... O dinheiro é agora um corpo vivo que quer multiplicar-se. Desde que emprestado...”

A forma assumida pelo capital produtor de juros faz com que toda a renda monetária surja como sendo juro de um capital, seja ela derivada ou não de um capital. **É o caso dos títulos de dívida pública.** O capital emprestado paga juros aos credores, mas o capital em si não existe mais, já foi despendido pelo Estado. O que o prestamista tem é um título contra o Estado, que lhe dá o direito de participar de suas receitas.

“Os fundos públicos não são mais do que capital imaginário que representa, da receita anual, a parte destinada a pagar a dívida. Despendeu-se capital equivalente, que serve de denominador para o empréstimo, mas não é o que a apólice representa, pois esse capital não existe mais. Novas riquezas, entretanto devem surgir do trabalho da indústria; parte anual dessas riquezas destina-se por antecipação àqueles que emprestaram as riquezas que foram destruídas; essa parte mediante impostos é retirada daqueles que produzem as riquezas, a fim de ser entregue aos credores do Estado.”¹⁶

Para Marx, os títulos de dívida pública, emitidos para financiar déficits públicos, representam um capital emprestado, mas que já foi gasto antecipadamente. A possibilidade de ser empregado como capital para transformar-se em valor que se mantém não existe nesse caso. O valor emprestado ao Estado não existe mais. Todavia, esses papéis representativos de um capital inexistente, são capital para os respectivos detentores, dada sua capacidade de serem negociáveis e, portanto, capazes de serem reconvertidos em capital.

O movimento autônomo dos títulos da dívida pública reforça assim a aparência de constituírem capital de verdade. Entretanto, independentemente do número de vezes que essa operação de compra e venda ocorra, o capital investido na dívida mobiliária pública continua sendo puramente fictício. Esses papéis representam apenas direitos do credor, títulos jurídicos, e não representam capital algum. Somente a partir do momento em que os títulos se tornam

cresce para ele o juro, esteja dormindo ou acordado, em casa ou em viagem, de dia ou de noite.” Marx (1991: p. 453).

¹⁶ - Sismondi apud Marx (1991: p. 548).

invendáveis é que a característica de capital fictício da dívida pública vem à tona.¹⁷ A preocupação dos governos, portanto, passa a ser a de aumentar a sua credibilidade, junto aos credores do Estado, a fim de que a característica de capital fictício dos títulos de dívida pública não venha à tona.

Hilferding é outro autor que também chama a atenção para o caráter fictício e puramente contábil dos títulos de dívida pública.

Em sua definição de ações, Hilferding ressalta o caráter fictício dos títulos de renda, alertando para o processo de descolamento que passa a existir entre o valor dos ativos financeiros e o valor dos ativos propriamente instrumentais, dada que a magnitude do ‘capital acionário’ não necessita coincidir com o capital originalmente transformado em capital industrial. Ele estende esse raciocínio também para todos os demais títulos de renda, mostrando que, **no caso específico dos títulos da dívida pública**, o caráter fictício desses papéis sobressai ainda mais.

*“Se nas ações industriais essa confusão é facilitada pelo fato de existir um capital industrial realmente ativo, o caráter fictício e puramente contável desse capital de papel torna-se inconfundível no caso dos demais títulos de renda. Os títulos da dívida pública não precisam de forma alguma representar nenhum capital existente. O dinheiro emprestado pelos credores do Estado pode ter virado fumaça há muito tempo. Esses títulos nada mais são do que o preço pago por uma participação nos impostos anuais que representam o rendimento de um capital inteiramente diferente do que foi gasto na época de alguma forma improdutivo”.*¹⁸

¹⁷ - “Ganhar e perder por meio das oscilações desses títulos... são cada vez mais o resultado da especulação, do jogo. Este, e não o trabalho, aparece na condição de modo original de adquirir capital, substituindo também a violência direta. Essa riqueza financeira imaginária constitui parte considerável da fortuna monetária dos particulares e também do capital dos banqueiros...” Marx (1991: p. 549).

¹⁸ - Hilferding (1982: p. 114).

Com o desenvolvimento dos mercados de títulos de renda, acabam se aprimorando as técnicas financeiras, cuja missão é garantir ao menor capital individual a possibilidade de participar desse processo de valorização financeira, fazendo crescer o número de capitalistas financeiros que investem seu dinheiro nessa forma de capital fictício.

Ao se expandir o processo capitalista de produção e o nível de riqueza material existente, a classe dos capitalistas financeiros se agiganta, eleva-se a quantidade de capitalistas que deixam de participar do sistema como prováveis empreendedores e passam a proliferar os rentistas e os operadores financeiros.

“Com o desenvolvimento do capital-dinheiro disponível cresce a massa dos papéis rentáveis, dos títulos de dívida pública... desempenhando, os corretores que especulam com esses papéis, função basilar no mercado financeiro”.¹⁹

Hobson também chama atenção para a importância crescente que as operações com títulos públicos passam a ter nos negócios dos financistas.

“Existe outra raiz mestra das finanças – o desenvolvimento do empréstimo nacional – que desempenha talvez um papel ainda mais importante que a sociedade anônima nos negócios de algumas das maiores instituições financeiras européias (...) que se dedicaram ao financiamento, à comercialização e à manipulação dos títulos da dívida pública, que expressam financeiramente os movimentos políticos modernos. Essa antiqüíssima área de finanças lucrativas expandiu-se enormemente com a evolução das despesas públicas, voltadas para a guerra, os armamentos e os empreendimentos produtivos na Europa, no Extremo oriente e na América do Sul”.²⁰

¹⁹ - Marx (1991: p. 586).

²⁰ - Hobson (1996: p. 238).

A experiência profícua adquirida ao longo do tempo e o sucesso obtido pelos corretores de fundos, por banqueiros e outros tipos de financistas, no dia-a-dia das finanças, através da sucessiva negociação de ações, comprando ou vendendo títulos de dívida, descontando-os ou adiantando dinheiro, baseia-se, para Hobson, no seu conhecimento. Em teoria, suas apostas, são referendadas, em parte, num preciso e sistemático registro estatístico dos ganhos obtidos no passado e nas probabilidades de ganhos futuros. Contudo, ao tomar ganhos passados como base para cálculo de ganhos futuros se incorre em grande incerteza.

Assim, as operações realizadas por esses financistas no manejo do movimento de títulos negociáveis de grande liquidez, assemelham-se à manutenção de casas de jogo. Contudo, o processo é um jogo apenas na ótica dos seus clientes, pois enquanto a ignorância da maior parte dos investidores amadores faz de suas aplicações financeiras simples apostas, o financista profissional não é propriamente um jogador, pois, do seu ponto de vista, essas operações são nitidamente um negócio que, num prazo mais dilatado, apresentam pouco risco para si. Seu papel transcende apenas prever eventuais alterações de preços, ele passa efetivamente a provocá-las na direção de seus interesses, pois se ele tem condições de provocar e regular as flutuações de preços dos ativos, tem obviamente condições de comprar na baixa e vender na alta e realizar volumosos incrementos de capital.

“Qualquer grupo de financistas, armados de recursos suficientemente grandes, pode controlar com firmeza um título, utilizando-o seja para esfolar o público investidor ingênuo, (...) seja para (...) esmagar outros financistas”.²¹

Entretanto, Hobson não relega ao segundo plano a disseminação do rentismo nesse processo de evolução do capitalismo.

²¹ - Hobson (1996: p. 248).

“É bem verdade que, com a posse generalizada de capital, grande número de pessoas se converte em pequenos participantes dos lucros financeiros”.²²

Marx também já havia apontado para essa questão ao afirmar que, com o desenvolvimento do capitalismo, uma nova aristocracia financeira surgia, - ou em suas próprias palavras, uma nova espécie de “parasitas” - a partir de um completo sistema de especulação, estendendo-se a pequenos e médios capitalistas.²³

Outro aspecto já vislumbrado por Hobson era a intensificação do processo de internacionalização do capital. Para ele toda a forma de capital monopolista conduz a um processo de concentração de capital financeiro que acaba não sendo totalmente aproveitado dentro da própria indústria. Destarte, deve se expandir para fora, ou seja, os lucros excedentes acabam por ser transformados em capital financeiro geral e direcionados tanto ao financiamento de outros setores, bem como também, independente da extensão do espaço nacional, a mercados externos via exportação financeira do capital.²⁴ Hobson assim já antecipa a discussão sobre a internacionalização das finanças, - mesmo sem poder testemunhar os tempos atuais - evidenciando uma tendência comum às finanças de todos os países industriais desenvolvidos. Com o desenvolvimento do mecanismo financeiro e o controle deste, exercido pelo grupo dos profissionais das finanças, um volume de capital expressivo e desimpedido, tende a ser direcionado aos mercados financeiros externos, dada a ampliação da comunicação entre os países.

²² - Idem (1996: p. 253).

²³ - Marx (1991).

²⁴ - Nas palavras de Hobson: *“Essa crescente necessidade de novas áreas de investimento para seus lucros é o grande ponto crucial do sistema financeiro e ameaça dominar a economia e a política da grande República”*. (1996: p. 260).

“O fluxo de capital, amplo e desembaraçado... para as obrigações egípcias ou para os inseguros valores mobiliários das repúblicas sul-americanas, atesta a mesma pressão geral... Esse cosmopolitismo das finanças é resultado, natural e normal, da comunicação material aperfeiçoada entre os vários países do globo”.²⁵

Por fim, Hobson ressalta também a capacidade dos financistas de exercerem forte pressão sobre o Estado, a fim de obterem legislação favorável aos seus interesses, em um claro processo de subordinação.

“Os financistas empregaram a politicagem e a máquina de pressão do Estado em cada reviravolta de sua carreira. (...) Nos países novos e ainda não estabilizados, o financista tem constantemente necessidade de ajuda política; necessita de controle político – e tem capacidade de obtê-lo – para que suas operações financeiras possam amadurecer. (...) o jugo que ele exerce sobre as finanças públicas e privadas do país, permiti-lhe destruir quaisquer intrigas políticas contrárias aos seus interesses; está em suas mãos conseguir tudo que o dinheiro pode fazer num país pobre para eleger representantes, influenciar funcionários e assegurar legislação favorável”.²⁶

Existe sob a forma de títulos de dívida pública, como veremos mais a frente nesse trabalho, volume cada vez mais elevado desse capital fictício produtor de juros. A acumulação dessa forma de capital concentra-se nas mãos de banqueiros e investidores institucionais que assumem para si a função de intermediários entre capitalistas financeiros individuais de um lado e o Estado de outro.²⁷

²⁵ - Hobson (1996: p. 260).

²⁶ - Idem (1996: p. 262).

²⁷ - Novamente, nas palavras de Marx: “A maior parte do capital bancário é puramente fictício e consiste em créditos, títulos governamentais e ações. Não devemos esquecer que é puramente fictício o valor monetário do capital que esses títulos guardados nos cofres dos banqueiros representam, mesmo quando conferem direito a rendimentos seguros, como as apólices da dívida pública”. Marx (1991: p. 540)

Como os títulos de dívida pública são capital fictício, constituem-se, portanto, em uma expressão do processo de valorização financeira do capital. E, sendo assim, cremos ser necessário, a partir de uma perspectiva histórica, analisar, mesmo que brevemente, a evolução das formas de riqueza e o percurso da dominância financeira no capitalismo, na qual a circulação financeira se torna, gradativamente, um campo relativamente autônomo de valorização, para que, mais a frente, possamos analisar, em especial após o fim da era Bretton Woods, o papel do capital fictício, especificamente dos títulos de dívida pública, nesse processo de valorização financeira do capital. Examinemos então, inicialmente, nesta próxima seção, a crescente importância do processo de valorização financeira da riqueza com o advento do capitalismo monopolista e as restrições ao rentismo na era da estruturação do sistema financeiro regulamentado do período Bretton Woods.

1.3 - BRETTON WOODS E A ERA DA REGULAMENTAÇÃO FINANCEIRA

Em meio a um intenso processo de difusão do capitalismo, marcado pelo que Hobsbawn (1977) classifica como a “*the age of capital*”, caracterizado pelo capitalismo de livre concorrência, o mundo se defrontou, ao final do século XIX, com uma depressão econômica que se estenderia de 1876 a 1896. A depressão econômica, do último quartel do século XIX, consolidou-se como uma inflexão na trajetória do capitalismo, marcando a transição do capitalismo concorrencial para o capitalismo monopolista,²⁸ cuja dinâmica seria bastante distinta da fase anterior.

Na fase do capitalismo concorrencial, a centralização ainda não havia chegado ao ponto de permitir o funcionamento da lógica do capital financeiro. A proliferação do crédito era ainda incipiente, dado o pequeno grau de complexidade das plantas industriais e, portanto, o baixo nível de requerimento de capital. O sistema financeiro ainda não contava com dimensão e diversificação de ativos capazes de atender satisfatoriamente os requisitos de rentabilidade, liquidez e risco.

²⁸ - Para Pineaut (2001), a partir da classificação dos regimes financeiros de Minsky, esse momento corresponderia à passagem do capitalismo comercial para o capitalismo financeiro.

Com o final da depressão do século XIX, iniciou-se uma nova fase, uma fase em que a centralização do capital foi se impondo de modo inexorável. Dava-se lugar a uma nova era de forte expansão econômica mundial com a consolidação da segunda revolução industrial e da estrutura monopólica do capital,²⁹ num período que vai de 1896 ao início da Primeira Grande Guerra e que ficaria conhecido como Belle Époque.³⁰

A monopolização dotou a economia capitalista de uma capacidade de expansão muitíssimo superior à fase concorrencial.³¹ A concentração e centralização de capitais, conjuntamente com o desenvolvimento da circulação financeira, conduziram a um maior dinamismo do capitalismo, expandindo sua escala de reprodução.

É importante frisar que o processo de concentração e centralização do capital, característica do capitalismo monopolista, foi potencializado pela proliferação do sistema de crédito bancário. O potencial expansionista do capitalismo monopolista se efetiva devido ao importante papel do crédito e à capacidade de endividamento das empresas criada pela intermediação financeira.³² O desenvolvimento do sistema de crédito permitiu, na etapa

²⁹ - De acordo com Mandel (1985: p. 93), o período que vai de 1894 a 1913 foi caracterizado por forte expansão econômica e taxas de lucro em elevação. Para ele, a explicação passa pela generalização dos monopólios, beneficiados pelo ritmo lento da elevação dos preços das matérias primas, pela forte elevação da produtividade do trabalho, dado os efeitos da segunda revolução tecnológica, que permitiram um acréscimo geral na taxa de lucros, o que explica o rápido crescimento da acumulação de capital.

³⁰ - Para Mazzucchelli (2005a), importantes transformações ocorreram nesse período, entre as quais podemos citar: i) o processo de desenvolvimento de novos produtos e de novos meios de produção, dos quais são exemplos a produção do aço, a invenção do motor à combustão e da eletricidade, e a definitiva incorporação do progresso científico aos processos de produção; ii) a ampliação das escalas de produção; iii) o conseqüente processo de centralização do capital com o controle do capital nas mãos de poucos; iv) a concentração bancária; v) a proliferação das sociedades anônimas; vi) o estreitamento das relações entre bancos e indústria através da ampliação do crédito e da própria fusão de interesses entre os negócios bancários e industriais e; vii) uma relação mais próxima e explícita entre economia e política, através de uma ação do Estado mais pró-ativa aos interesses do capital.

³¹ - Para maiores detalhes ver Oliveira (1985).

³² - Mazzucchelli (2005b).

monopolista do capital, criar as condições de acumulação e reprodução ampliada, revelando ao mesmo tempo uma outra dimensão do capital, o capital a juros.³³

No capitalismo monopolista o processo de valorização passou a operar sob a lógica da dominância financeira, os capitais passaram a comandar, simultaneamente, ativos reais produtivos e ativos financeiros, em sua estratégia de valorização. A circulação financeira passou a partir desse momento a ser um campo relativamente independente de valorização, com os capitais tentando se valorizar ao mesmo tempo pelos processos diretamente ligados à produção, bem como pelo processo financeiro. Desta forma, caminharam na direção de deterem tanto ativos reais como ativos financeiros numa combinação estratégica que lhes assegurasse uma valorização crescente.³⁴

É na fase do capital a juros que o capital atinge sua forma mais pura. O capitalista prestador concretiza a lógica de valorização financeira, transformando D em D' apenas pela posse de capital-dinheiro. O processo de valorização do capital, na sua forma financeira, se dá, para o capitalista prestador, sem que ele esteja diretamente envolvido com o processo de valorização do capital em funções, e esta lógica de valorização passa gradativamente a ganhar maior importância.

A importância do capital a juros na etapa do capitalismo monopolista é assaz significativa, dado que o ritmo do processo de acumulação do capital nessa fase não seria possível sem a intermediação do sistema de crédito. Isso se torna ainda mais evidente se atentarmos ao fato de que para permitir atender as necessidades de acumulação de capital, a capacidade de mobilizar recursos líquidos se torna fundamental no processo de concorrência entre os capitalistas, ou seja, as necessidades de recursos superam a simples acumulação via capital próprio, via acumulação de lucros.³⁵ A dinâmica macroeconômica fica assim

³³ - Para Braga (1985), a proliferação e a crescente importância do capital a juros está, portanto, associada à etapa monopolística do capital. A crise estrutural do capitalismo concorrencial transformou em realidade o capitalismo monopolista, na qual a lógica financeira de valorização é traço fundamental.

³⁴ - Idem (1985).

³⁵ - Marx (1991).

fundamentalmente arraigada no sistema de crédito e no mercado de capitais. Baseada no crédito e no capital por empréstimo, obtido a partir de inúmeras e distintas fontes individuais privadas, reunidas em grandes massas, o capitalismo monopolista permitiu uma nova era de forte expansão econômica mundial, com a consolidação da segunda revolução industrial, fundamentado na administração do chamado padrão-ouro clássico.³⁶

O crescimento econômico registrado nesse período dependia também de um sistema de "equilíbrio de poder" entre as três potências européias. Para Polanyi (1980), o sucesso econômico desse período, ao contrário do que propaga a ideologia liberal, esteve longe de ser simples resultado da aplicação da *"invisible hand"* smithiniana. Ao contrário, o forte crescimento econômico registrado no período esteve sim fundamentalmente atrelado também a uma coordenação política internacional entre Londres-Berlim-Paris, de caráter intervencionista, além de um sistema financeiro integrado e coordenado, que garantiu a manutenção do padrão ouro clássico até a eclosão da Primeira-Guerra, quando tal coordenação, por motivos óbvios, não foi mais factível. Com o advento da guerra, o tripé de cooperação que sustentava o sistema seria corrompido pela nova relação Berlim-Paris, dentro do novo contexto delineado pelo Tratado de Versailles.³⁷

Com o final da Primeira Grande Guerra, a economia inglesa teria um desempenho desfavoravelmente surpreendente, como se pode constatar pela tabela 1.1. A Inglaterra continuava sendo o centro financeiro, mas já não podia exercer mais o papel de pilastra mestra

³⁶ - O padrão-ouro era visto como um mecanismo de ajuste clássico, pois dada uma relação da moeda com o ouro (de forma fixa), os preços se ajustariam automaticamente. O pressuposto ricardiano deste sistema é o de que ele se auto-regula, ou seja, um país que apresenta déficit comercial tem evasão de ouro e, por consequência, uma queda de preços (deflação). O país que apresenta superávit comercial, por sua vez, acumula ouro, tendo uma elevação de preços (inflação). Com inflação, o país superavitário perde competitividade e, com deflação, o deficitário ganha competitividade, verificando uma recuperação em sua balança comercial, havendo assim uma tendência ao equilíbrio. A aderência de um país ao padrão-ouro levava-o a um padrão de comportamento baseado: i) no respeito à paridade (gold points); ii) na regra de contingência (se um país, por motivo de guerra, por exemplo, sair do sistema, ele se compromete a voltar); iii) na cooperação entre os países líderes; e iv) na manutenção da hegemonia inglesa.

³⁷ - O Tratado de Versailles impôs, à Alemanha, a obrigação de fazer vultosos pagamentos à França e aos demais aliados como forma de compensação aos danos causados por ela, durante a guerra, a estes países.

do sistema, dada as suas reservas de ouro insuficientes.³⁸ Por não ter acompanhado a segunda revolução industrial, seu parque industrial estava ultrapassado e seus mercados exportadores haviam sido ocupados por outros países. A grande economia que emergia do pós-guerra era a americana.³⁹

**Tabela 1.1 - Índice do Produto Nacional Bruto (PNB):
EUA e Inglaterra, 1918-1923, base 1913=100**

Ano	EUA	Inglaterra
1913	100,0	100,0
1918	114,8	113,2
1919	115,8	100,9
1920	114,7	94,8
1921	112,1	87,1
1922	118,3	91,6
1923	133,9	94,5

Fonte: Maddison, Angus (1991). *Dynamic forces in capitalist development*. pgs. 212-15

Assim, o período que vai do fim do padrão-ouro clássico, em 1914, até a consolidação do sistema monetário que emerge da Conferência de Bretton Woods, acabou se caracterizando pelo forte protecionismo e pela queda do fluxo de comércio internacional, após as desvalorizações cambiais decorrentes do fim do padrão-ouro; pela conseqüente moratória da dívida dos países periféricos; por um intenso processo de inflação de ativos na economia

³⁸ - A balança de pagamentos inglesa se tornou rapidamente negativa, levando a uma conseqüente perda das reservas em ouro. Assim, o governo, para manter a libra sobrevalorizada, teve que fazer uso de uma política monetária contracionista, praticando elevadas taxas de juros, a fim de atrair capitais, mas que naturalmente desestimulavam os investimentos, agravando o atraso tecnológico industrial vis-à-vis aos setores líderes nos EUA. O resultado de tal política foi um crescimento econômico medíocre, perda de mercado de suas exportações, perda de reservas e desemprego elevado.

³⁹ - O *hegemon* do sistema, até o início da primeira guerra mundial, precipitou-se, nos anos vinte, em uma trajetória claramente negativa, tornando-se incapaz, por exemplo, de elevar a sua renda per capita. Ao final da década de vinte, a Inglaterra possuía uma renda per capita praticamente igual àquela que tinha antes do início da guerra.

americana, oriundo dos “*roaring twenties*”;⁴⁰ e pelas assimetrias no processo de recuperação econômica por parte dos diferentes setores da economia, após a grande depressão.⁴¹

O interregno do entre guerras testemunhou também importantes mudanças no que tange à trajetória do rentismo e às formas da riqueza. Com a depressão econômica dos anos trinta e a conseqüente paralisação dos investimentos, foram sendo criadas as condições para a reorientação do capital em direção aos ativos financeiros líquidos. Nos EUA, com o New Deal e a maior participação do estado na economia, a estratégia de financiamento para os crescentes e prolongados déficits públicos recairia na emissão de papéis de dívida pública, os quais seriam adquiridos por investidores, bancos e corporações, ampliando de forma crescente o rentismo do capital a juros.

A desestruturação do padrão-ouro clássico, com o início da primeira grande guerra, e as tentativas fracassadas de se tentar retomá-lo posteriormente,⁴² juntamente com a incapacidade da Inglaterra em voltar a desempenhar o papel de *hegemon* do sistema, produziram uma lacuna no processo de coordenação até então existente. Isto, associado ao fato dos EUA, já consolidado como a grande economia mundial, recusar-se a assumir seu lugar como potência hegemônica, acabaria por gerar conseqüências dramáticas, refletidas na

⁴⁰ - Para uma análise mais detalhada sobre a trajetória da economia americana nos anos vinte, sugere-se Walton e Rockoff (1998).

⁴¹ - A grande depressão foi grande justamente pelas conseqüências trazidas ao sistema financeiro americano. A crise do sistema financeiro americano deve ser entendida sob a luz de duas questões. A primeira é que durante a crise, os grandes bancos estavam envolvidos com os empréstimos internacionais e os pequenos estavam metidos com o crédito agrícola. Com a moratória dos países periféricos e com o não pagamento das reparações por parte da Alemanha, os grandes bancos registraram perdas significativas. Já os pequenos, com a crise do setor agrícola, também sofreram perdas, levando a uma forte crise no sistema financeiro. A crise bancária teria seu ponto mais agudo em 1933 com o feriado bancário decretado por Roosevelt, culminando com a combinação e a convergência desses dois fatores. Uma discussão sobre a grande depressão pode ser encontrada em Kindleberger (1985) e (1986); Bernstein (1987); Fraser e Gerstle (1989); Walton e Rockoff (1998) e Clavin (2000).

⁴² - Para Coutinho (1997: p. 39), a tentativa de retomada do padrão-ouro, na metade final da década de vinte, acelerou o processo de transferência das reservas de ouro da Inglaterra para os Estados Unidos, deixando evidente a necessidade de um processo de coordenação, a fim de garantir as paridades da libra e do dólar com o ouro e dessas contra as demais moedas.

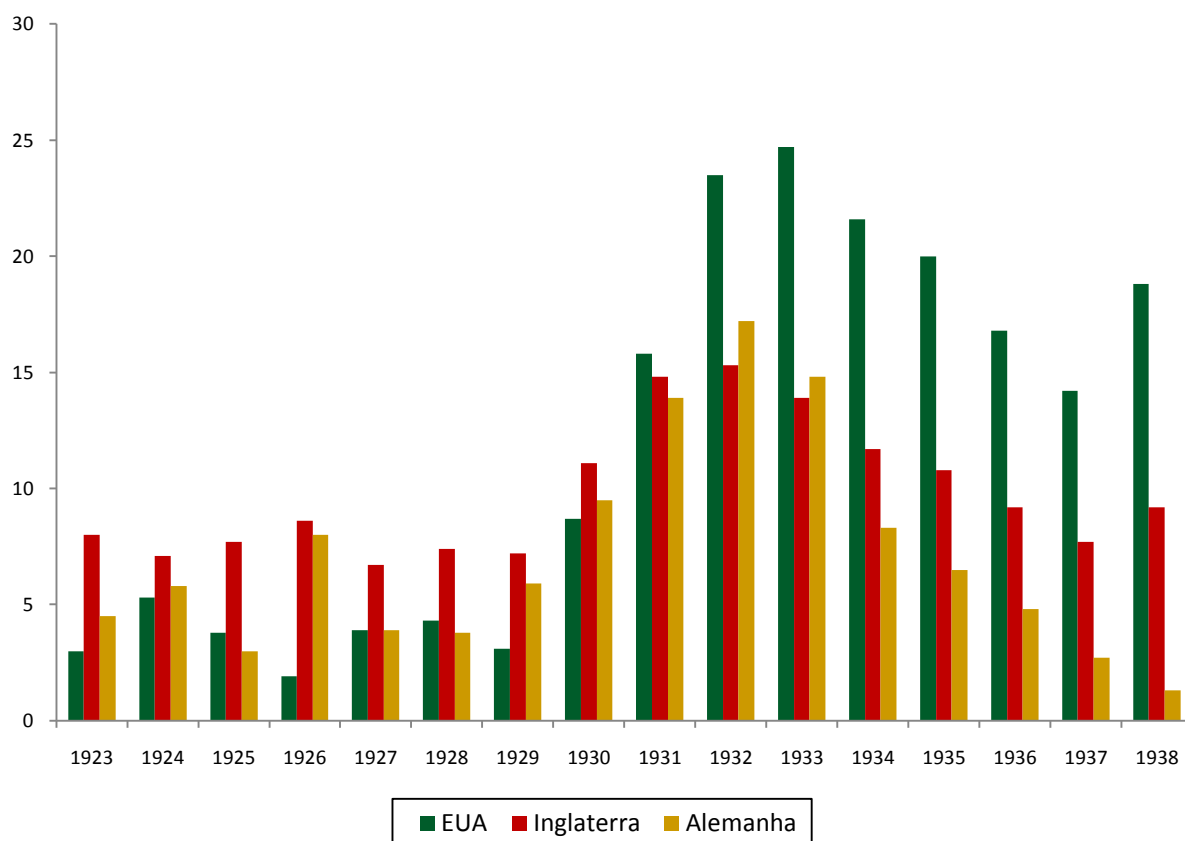
depressão dos anos trinta (ver tabela 1.2 e figura 1.1) e na exacerbação das rivalidades nacionais que culminariam com a Segunda Grande Guerra.

Tabela 1.2 - Índice de Produção Industrial em Países Seleccionados, 1932, base 1929=100

Ano	EUA	Inglaterra	França	Alemanha
1929	100,0	100,0	100,0	100,0
1932	62	89	74	61

Fonte: Zamagni, Vera (2001). *História Económica de la Europa contemporânea*. pg.186.

Figura 1.1 - Taxa de desemprego: Estados Unidos, Alemanha e Inglaterra (1923-1938)



Fonte: Maddison, Angus (1991). *Dynamic forces in capitalist development*, pgs.260-61.

Assim, algumas das razões pelas quais o sistema padrão-ouro foi bem sucedido no período de 1870 a 1914, levaram-no também ao fracasso no período entre guerras: a falta de credibilidade na capacidade de ajustamento do sistema; a pouca confiança na capacidade da Inglaterra em sustentar o sistema e a não aceitação dos EUA em exercer seu papel de *hegemon*; a falta de cooperação internacional entre as potências da época; a elevação das pressões políticas da população, com o crescimento das demandas sociais; e o fortalecimento dos partidos de esquerda e dos sindicatos, que impediam a execução de políticas econômicas de ajustamento mais severas do ponto de vista social.⁴³

Um dos argumentos utilizados para justificar a dimensão da crise era a ausência de um país hegemônico que garantisse o funcionamento da economia mundial, isto é, a falta de um centro que pudesse reagir e absorver a crise. A verdade é que a Inglaterra perde a sua hegemonia, e os EUA não assumem o seu lugar como *hegemon* do sistema. Não há, portanto, durante o período da depressão, um emprestador e nem um comprador de última instância e muito menos um processo de coordenação de políticas macroeconômicas.⁴⁴

Com as conseqüências herdadas pela ausência de coordenação do período entre guerras, e após muita negociação,⁴⁵ emergiria, ao final da segunda grande guerra, um novo sistema monetário consolidado pela Conferência de Bretton Woods. Esse novo cenário de regulamentação internacional, que terá no dólar lastreado em ouro, a chave do sistema,

⁴³ - Eichengreen (1995).

⁴⁴ - Idem (1995).

⁴⁵ - Em julho de 1944, representantes dos países em guerra contra o eixo fascista, reuniram-se em Bretton Woods para criar regras e instituições formais de um novo sistema monetário internacional que fossem, de acordo com Cardim de Carvalho (2004), capazes de superar as enormes limitações que o padrão-ouro e o posterior sistema de desvalorizações cambiais competitivas, haviam trazido aos países. Os debates preparatórios gravitaram em torno de duas propostas, a britânica, preparada pelo economista J. M. Keynes, e a americana, o chamado Plano White, batizado com o nome do seu autor, o Secretário do Tesouro Harry Dexter White. Keynes e White possuíam, no entanto, visões diametralmente opostas. Essas diferenças eram em parte justificadas pelas maneiras com que cada um compreendia o funcionamento da economia capitalista, mas também refletiam, obviamente, os interesses distintos dos países que cada um representava. Para Cardim de Carvalho (2004), por maior que fosse sua capacidade de persuasão e melhores fossem seus argumentos, a proposta de Keynes sairia derrotada pela força da economia americana, que havia consolidado sua hegemonia durante a segunda guerra mundial. Para outros detalhes sugere-se também Boughton (2002).

propiciaria um período de intenso crescimento econômico mundial, liderado pelas grandes economias industriais.

O novo sistema monetário internacional criado em Bretton Woods surge então estruturado justamente na convicção de que era necessário criar instituições capazes de cumprir o papel de prestador e organizador do sistema monetário internacional, restabelecendo a existência de uma moeda internacional que cumprisse efetivamente com todos os seus atributos, com todas as suas funções. Assim, com o final da II Grande Guerra, são estabelecidos os alicerces de um novo sistema monetário internacional, sedimentado no padrão-ouro divisas,⁴⁶ sendo criadas, a partir dos acordos de New Hampshire, as instituições que o controlariam, em especial, o Fundo Monetário Internacional e o Banco Mundial.

O sistema de Bretton Woods refletia a total hegemonia dos EUA na economia mundial, bem como o reconhecimento das enormes necessidades herdadas da crise de 1929 e da II Grande Guerra. A garantia de conversibilidade do dólar ao ouro propiciou indiretamente a fundação de um sistema financeiro e monetário internacional que vislumbrava a existência de autoridades monetárias, detentoras de mecanismos que lhes permitissem ter algum controle sobre a criação de crédito, subordinando as instituições financeiras e o capital de empréstimo às necessidades de investimento do capital produtivo.⁴⁷

Todo o sistema de Bretton Woods emergia, portanto, da tentativa de atender a quatro objetivos: i) fazer com que as políticas econômicas nacionais pudessem desenvolver formas para fazer as economias tenderem ao pleno emprego; ii) criar mecanismos de proteção das economias nacionais quando defrontadas por crises externas; iii) promover um sistema comercial sem discriminações e; iv) exercer um controle público da moeda e do crédito

⁴⁶ - Também conhecido como padrão dólar-ouro, o novo sistema conferiria ao dólar papel central. O dólar passaria a ficar atrelado ao ouro por uma taxa fixa, com todas as outras moedas mundiais tendo suas taxas de câmbio atreladas ao dólar num sistema cambial do tipo hard peg. O dólar ficava assim no centro do sistema e o Tesouro Americano ficava destarte obrigado a trocar os dólares de qualquer país por ouro a uma taxa de US\$ 35 por onça.

⁴⁷ - Chesnais (1996).

internacional.⁴⁸ A idéia era proteger os indivíduos das incertezas geradas pelo capitalismo de mercado, buscando a igualdade das pessoas diante de um sistema econômico reconhecidamente gerador de desigualdades. Dessa forma, o sistema oriundo de Bretton Woods, no imediato pós-guerra, configura-se no reconhecimento da instabilidade do capitalismo, da desigualdade proporcionada por ele e da contradição entre liberalismo comercial e liberalismo financeiro.⁴⁹

O período da vigência do sistema padrão-ouro divisas correspondeu aos chamados trinta anos gloriosos⁵⁰ do capitalismo, no qual uma maior participação do Estado na economia e uma posição mais “benevolente” dos EUA - ao reconhecerem sua hegemonia mundial e, conseqüentemente, as responsabilidades que isto lhes impingia -, através de um amplo plano de ajuda financeira⁵¹ e a manutenção de uma cotação apreciada do dólar, propiciou a reconstrução das grandes economias arrasadas pela guerra. Assim, durante os chamados trinta gloriosos, os países capitalistas de maior êxito conseguiram combinar forte crescimento econômico com estabilidade de preços, baseando suas finanças num sistema fundado no crédito e no mercado de capitais; na relação salarial fordista,⁵² que se traduziu por uma evolução rápida e regular dos salários; nas políticas de estabilização macroeconômica de inspiração keynesiana e nos sistemas financeiros administrados,⁵³ estruturados pelo acordo de Bretton Woods, que mantiveram o rentismo em posição subordinada.⁵⁴

⁴⁸ - Idem (1996).

⁴⁹ - Segundo Carneiro (1999), no primeiro caso, o liberalismo comercial requer um grande ativismo e uma adesão negociada por parte dos Estados, no segundo caso, é justamente a ausência de ações concretas por parte do Estado que conduzem ao liberalismo financeiro.

⁵⁰ - Os trinta anos gloriosos, também conhecidos como os trinta anos dourados do capitalismo, correspondem a um período de forte crescimento econômico mundial com relativa estabilidade de preços.

⁵¹ - O chamado Plano Marshall direcionou o equivalente a US\$ 11 bilhões de dólares em ajuda, em especial, para Alemanha, Inglaterra, França, além do próprio Japão.

⁵² - De acordo com Guttman (1996), a gestão do volume de crédito, por parte das autoridades monetárias (mecanismos reguladores, crédito seletivo e subsídios estatais ao crédito com finalidade social), propiciou a concretização do boom econômico do pós-segunda guerra, permitindo a difusão do padrão de produção fordista e dos padrões sociais do consumo de massa, centrado nos bens de consumo duráveis.

⁵³ - Para maiores detalhes sobre como o padrão de regulação monetária foi decisivo para formatar o padrão de crescimento econômico capitalista no período pós Bretton Woods, sugere-se a leitura dos trabalhos de Aglietta (1976) e (1995); Lipietz (1979) e (1988); e Plihon (1994).

Após a Conferência de Bretton Woods, com o dólar assumindo o papel de moeda conversível, o mundo conheceu, no imediato pós-guerra, um fenômeno conhecido como escassez de dólares. Com a guerra e a conseqüente destruição dos parques industriais dos principais países do mundo, - Alemanha, Inglaterra, França e, em menor medida, o Japão - os Estados Unidos passaram a ser o grande e quase único fornecedor do mundo.⁵⁵

Os Estados Unidos haviam crescido a uma taxa média de 11% a.a. durante a primeira metade da década de quarenta. Com parte de suas populações dizimadas e suas economias desarticuladas, só os Estados Unidos podiam fornecer ao mundo as mercadorias e os equipamentos necessários ao atendimento de sua demanda, gerando um grande desequilíbrio nas transações em dólar do resto do mundo com os Estados Unidos. Os dólares, assim, acumularam-se nos Estados Unidos, dado os seus grandes superávits obtidos em conta corrente.⁵⁶

Tal fenômeno começou a ser revertido quando as principais economias mundiais conseguiram recuperar seu parque industrial. Com a concorrência de outros players, gradativamente a situação de acúmulo de dólares nos Estados Unidos foi se revertendo, e esse país, que outrora fora superavitário em conta corrente, passou a acumular déficits nesta rubrica, levando a uma inversão de fluxo, tendo os dólares passado a se acumular como moeda reserva em outros países. Os sucessivos déficits em conta corrente americanos passariam a

⁵⁴ - Plihon (1996).

⁵⁵ - Vianna (1990).

⁵⁶ - Isso levaria o Fundo Monetário Internacional a propor mais tarde a criação de uma moeda, batizada de Direitos Especiais de Saque, para permitir um maior grau de liquidez internacional. Os Direitos Especiais de Saque (DES) foram criados em 1969 com a idéia de se criar uma nova moeda para apoiar a expansão do comércio mundial e o desenvolvimento financeiro que estava tendo lugar. Nas palavras do FMI: *"The Special Drawing Right (SDR) was created by the IMF in 1969 to support the Bretton Woods fixed exchange rate system. A country participating in this system needed official reserves—government or central bank holdings of gold and widely accepted foreign currencies—that could be used to purchase the domestic currency in world foreign exchange markets, as required to maintain its exchange rate. But the international supply of two key reserve assets— gold and the U.S. dollar—proved inadequate for supporting the expansion of world trade and financial development that was taking place. Therefore, the international community decided to create a new international reserve asset under the auspices of the IMF"*. IMF (2006).

gerar questionamentos sobre a capacidade americana em honrar a garantia de conversão dos dólares em ouro que culminaria na erupção do sistema em um domingo de agosto de 1971. O desmoronamento do sistema monetário internacional, criado em Bretton Woods no final da Segunda Grande Guerra, está no centro de toda a falta de regulamentação e no conseqüente processo de evolução das formas de riqueza do período posterior.

“Foram necessários mais de dois séculos, desde o escândalo de Law até as medidas estabelecidas após a grande onda de falências bancárias nos anos 30, para criar um conjunto de regras enquadrando, tanto quanto possível, a atividade financeira... Para acabar com elas, foram suficientes (apenas) uns vinte anos”.⁵⁷

O sistema começaria a ser desestruturado já em meados dos anos sessenta e sepultado definitivamente com a decretação unilateral do fim do padrão-ouro divisas pelo governo americano em agosto de 1971 e pela livre flutuação das moedas a partir de março de 1973. Esses fatos se consolidariam como marcos do processo de desregulamentação e de liberalização financeira, levando à globalização financeira e à exacerbação da lógica de valorização financeira baseada no chamado capital fictício, em especial, pelas elevadas necessidades de financiamento do governo americano.

1.4 - O PADRÃO DE VALORIZAÇÃO DA RIQUEZA PÓS-BRETTON WOODS

1.4.1 - DESREGULAMENTAÇÃO E LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA

Com a erupção do sistema monetário internacional criado em Bretton Woods, observou-se a adoção de medidas voltadas a promover a chamada globalização financeira, através do que se chama de seus elementos constitutivos: a desregulamentação ou liberalização monetária e financeira; a desintermediação; e a abertura dos mercados financeiros nacionais. Há assim uma profunda ligação entre os três elementos que constituem a globalização financeira, já que esta envolve a queda das barreiras internas preexistentes,

⁵⁷ - Chesnais (1996: p. 240).

novas relações de interdependência entre os diferentes tipos de mercado, a interpenetração dos mercados monetários e financeiros locais, bem como sua integração com os mercados mundializados.⁵⁸ Vejamos tais questões mais de perto.

Em meados dos anos sessenta, as elevadas despesas oriundas da Guerra do Vietnã, somadas ao custo de defender e manter o sistema econômico do pós-guerra, bem como a forte reversão do saldo em conta corrente americano, com a transferência de bilhões de dólares ao exterior, produziram o fenômeno dos déficits gêmeos americanos.⁵⁹ Diante desse cenário, constantes e sucessivas ondas de ataques especulativos à moeda americana, passaram a ocorrer a partir de 1968, referendando o baixo grau de credibilidade da comunidade financeira mundial sobre a sustentabilidade do sistema.

É, portanto, ainda nos anos sessenta que encontraremos as origens de um processo de instabilidade e incertezas que irá romper com o regime de crescimento que marcou o período dos trinta gloriosos. O credit crunch de 1966, representado por uma forte crise creditícia, seria a primeira expressão significativa da instabilidade associada à dinâmica financeira.⁶⁰ Tal instabilidade estava relacionada à elevação do déficit público americano e ao recrudescimento inflacionário, bem como ao processo de internacionalização dos bancos, diante do surgimento do chamado Euromercado.⁶¹ No momento que a economia americana, ainda na década de sessenta, passou a conviver com déficits públicos e a necessitar de financiamento para estes

⁵⁸ - Idem (1996).

⁵⁹ - Os líderes europeus, especialmente Charles De Gaulle, começaram a manifestar suas preocupações sobre os rumos da economia americana, pondo em dúvida a capacidade dos Estados Unidos em garantir o valor do dólar em ouro. De Gaulle e outros líderes europeus percebiam claramente que os Estados Unidos já não se comportavam mais como o guardião disciplinado que o sistema criado em Bretton Woods pressupunha. Ficava evidente que o colapso do padrão dólar-ouro estava perto de ocorrer; que era apenas uma questão de tempo. Kurtzman (1995).

⁶⁰ - Minsky (1986).

⁶¹ - De acordo com Chesnais (1996), o verdadeiro ponto de partida dos euromercados foi dado pela City, com o comportamento dos bancos britânicos. Defrontados pelas especulações contra a libra esterlina, em meados dos anos sessenta, os bancos britânicos começaram a operar com os chamados eurodólares, permitindo a abertura e movimentação de contas em dólares americanos. Tais contas foram abertas inicialmente por empresas multinacionais e bancos americanos que, não só caminhavam em direção à internacionalização, bem como procuravam fugir dos controles de capitais empreendidos pelos governos Kennedy e Johnson.

déficits, em um ambiente de incertezas financeiras, passaram a haver pressões sobre a estabilidade da moeda, fazendo com que a tradicional combinação entre liquidez e imobilização de capital fosse mais difícil de ser obtida, impulsionando com isso o surgimento de inovações financeiras e a evolução de novas formas de riqueza.

A desestruturação definitiva do sistema ocorreria em 15 de agosto de 1971. O então presidente americano, Richard Nixon, - defrontado com uma previsão de recessão em pleno ano eleitoral, uma balança comercial deficitária, inflação na casa dos 5% a.a., expansão dos gastos públicos devido à Guerra com o Vietnã, e uma elevada taxa de desemprego para os padrões americanos da época, - surpreendeu os Estados Unidos ao anunciar um congelamento de salários e preços por 90 dias e uma sobretaxa sobre automóveis e produtos importados. Contudo, Nixon “surpreenderia” também o mundo ao anunciar o fim da conversibilidade do dólar em ouro.⁶²

Com seu parque industrial reconstruído, os países europeus acumularam grande volume de reservas em dólares, fazendo com que os passivos em dólar logo superassem o estoque de ouro americano. No início dos anos 70, as reservas em dólares espalhadas pelo mundo superavam a casa dos US\$ 300 bilhões, enquanto os Estados Unidos só possuíam US\$ 14 bilhões em ouro em Fort Knox, ou seja, para cada vinte e dois dólares espalhados pelo mundo, os Estados Unidos só eram capazes de converter um dólar em ouro.⁶³ Mesmo reconhecendo o interesse dos detentores em continuar com a posse dos dólares, dado que um grande volume de vendas, naquele momento, desencadearia fortes perdas de capital para os detentores; ao final do processo, mesmo os títulos de longo prazo começaram a ser executados, o que resultou no colapso do dólar e na suspensão da conversibilidade. O fim da conversibilidade representaria uma mudança de grandes proporções que não apenas redefiniria

⁶² - Para Plihon (1996), o intenso processo de crescimento econômico percebido até os anos sessenta, começou a se desestruturar no início da década de setenta, devido: a) ao fim do padrão ouro-divisas em 1971 e o conseqüente efeito sobre o sistema monetário internacional criado em Bretton Woods; b) ao recrudescimento da inflação americana e; c) ao primeiro choque do petróleo em 1973, resultando numa combinação de declínio do crescimento econômico com aceleração inflacionária (estagflação).

⁶³ - Kurtzman (1995).

a moeda, como também criaria enormes possibilidades de arbitragem⁶⁴ bem como estimularia o surgimento de diversos novos produtos financeiros.⁶⁵

Embora inicialmente houvesse a esperança de um retorno à conversibilidade, os EUA logo trataram de pressionar o Fundo Monetário Internacional para que este sancionasse o novo quadro institucional e impusesse essa nova realidade a todos os seus países membros. Nesse contexto de crescente desregulamentação e liberalização, todos os países deveriam, daquele momento em diante, buscar alcançar o equilíbrio de suas contas externas como forma de proteger as suas moedas.

Outro fator apontado para explicar a elevação da incerteza no início dos anos setenta foi a crise do petróleo. Em setembro de 1973, a economia mundial foi surpreendida pelo que ficou conhecido como o primeiro choque do petróleo, no qual os preços do barril foram elevados em mais de 300%, entre 1973 e 1974, como se pode ver pela tabela 1.3. O primeiro choque do petróleo seria o primeiro grande desafio a ser enfrentado pelos países no novo cenário. As economias desenvolvidas, defrontadas pela crise do petróleo, optariam por ajustar suas contas externas, através de um amplo processo de ajuste recessivo, o que agravaria ainda mais o impacto da crise para os países em desenvolvimento.⁶⁶

⁶⁴ - O fim do padrão ouro-divisas representou uma flexibilização no movimento de capitais, o qual passava a ocorrer num mundo de múltiplas moedas, diametralmente oposto ao que havia ocorrido no início do século, preso ao padrão-ouro clássico.

⁶⁵ - Kregel (1996).

⁶⁶ - Uma passagem de um discurso proferido pelo ex - Ministro da Fazenda Ernane Galvêas evidencia este ponto: *“Para se proteger dos efeitos da crise, as nações industrialmente avançadas adotaram a estratégia clássica de reduzir o ritmo de crescimento de suas economias como meio de reequilibrar suas contas externas e de eliminar os focos responsáveis pelo recrudescimento inflacionário ao mesmo tempo em que passaram a adotar medidas de cunho nitidamente protecionista, com vistas a responder, politicamente, às pressões geradas pelo crescente desemprego”*. Galvêas (1983: p.12)

Tabela 1.3 – Preço médio do barril de petróleo em US\$: valores correntes (1972-81)

Ano	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
US\$	2,05	2,54	10,53	10,53	11,27	12,11	12,23	16,83	28,98	34,43

Fonte: CIEF e Petrobras apud Galvêas (1983).

Com o fim do padrão ouro-divisas e com a crise do petróleo, somados ao término do regime de crescimento acelerado, surgiu uma onda de questionamentos sobre o real sucesso do quadro institucional emergido da segunda grande guerra, fundado em políticas keynesianas, regime salarial fordista e finanças administradas. A partir disso, observou-se uma forte guinada no processo de condução da política econômica por parte dos países desenvolvidos. O ano de 1979 foi um marco nesse processo, quando os principais países centrais decidiram estabelecer como prioridade número um o combate à inflação, abandonando as políticas macroeconômicas de inspiração keynesiana.⁶⁷ A estabilidade dos preços passou a ser prioridade básica e a política monetária⁶⁸ transformou-se no principal instrumento para a consecução de tal objetivo.⁶⁹

O contracionismo da política monetária no início dos anos oitenta conduziu a uma elevação expressiva das taxas de juros nominais, bem como também das taxas reais de juros, dada a redução das taxas de inflação nos países centrais, resultante daquela política. Dessa forma, as altas taxas de juros reais, como se pode observar pela tabela 1.4, demonstraram e, por consequência, aumentaram a força dos detentores do capital financeiro, representando o triunfo dos credores sobre os devedores. Essa nova relação de forças do capitalismo contemporâneo, a favor dos primeiros, forjou a expressão ‘ditadura dos credores’.⁷⁰

⁶⁷ - De acordo com Lipietz (1988: p. 180), a idéia predominante passou a ser a de que o keynesianismo, tanto no âmbito interno como no externo, não poderia mais perdurar.

⁶⁸ - Para Andrade (1999), a partir dos anos oitenta, os bancos centrais deixaram de lado uma lógica de atuação de co-responsabilidade na administração da demanda global da economia, passando a uma lógica de atuação centrada na estabilidade monetária.

⁶⁹ - Para Plihon (1996), isso ocorreu ao mesmo tempo em que passou a predominar uma visão liberal sobre o papel a ser desempenhado pelo Estado. Desse modo, para ele, a combinação de monetarismo e liberalismo tornou-se então a base de referência para a condução da política econômica.

⁷⁰ - Fitoussi (1995).

Tabela 1.4 - Taxas Médias de Juros Reais em países seleccionados (1960-1989)

Países	1960-1969	1970-1979	1980-1989
França	1,5	- 0,5	6,8
Estados Unidos	1,1	- 0,3	6,5
Alemanha	2,5	- 3,2	4,9
Itália	0,4	- 6,1	5,3
Reino Unido	1,7	- 3,0	5,8
Japão	1,2	- 0,1	5,2
G7	0,8	- 0,5	6,0

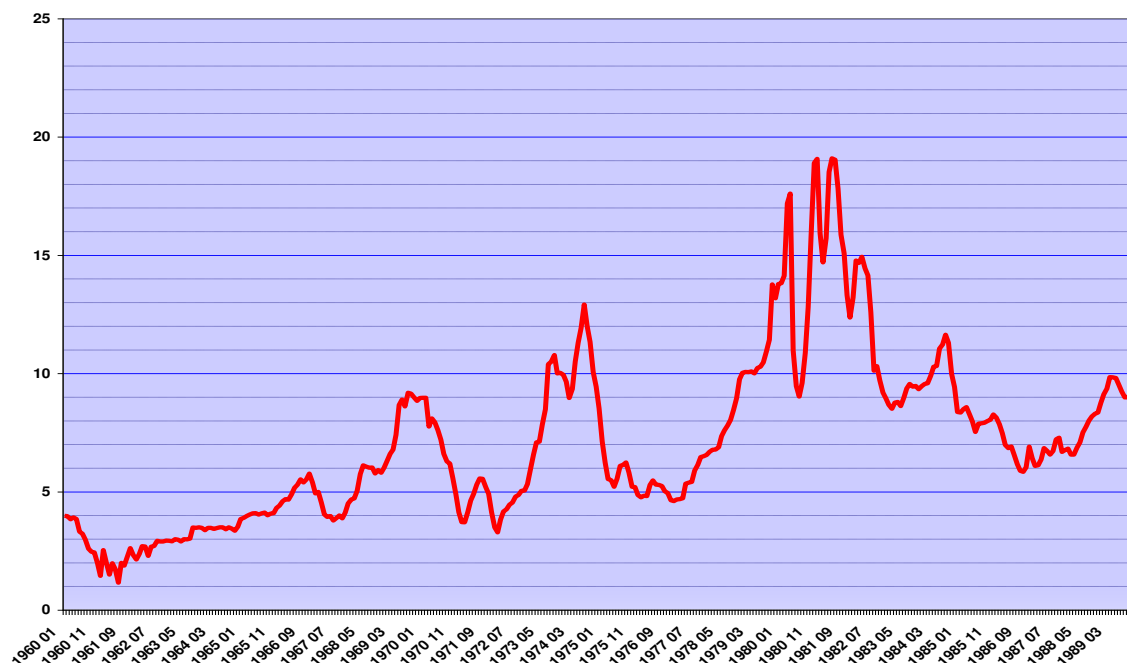
Fonte: Estatísticas Financeiras OCDE apud Plihon (1996).

Assim, a partir da chamada política Volcker,⁷¹ a taxa de juros dos fed funds (fundos federais), como podemos constatar pelo exame da figura 1.2, passou a apresentar uma maior volatilidade, bem como a registrar aumentos significativos, o que, naquele momento, era tido como essencial em face dos valores atingidos pela inflação.⁷²

⁷¹ - Paul Volcker marcou definitivamente a política monetária na sua direção do Federal Reserve System. Até o início de outubro de 1979 o Fed procurou controlar a taxa dos Fed Funds. Entretanto, a partir desse momento, a política do Fed passou a ser a de controlar o montante das reservas bancárias não obtidas por empréstimo, deixando flutuar as taxas de juros. Encerrava-se assim o longo período de baixas taxas de juros, em favor da diminuição do crescimento da oferta monetária.

⁷² - Para Braga (1993), a inflexão da política monetária americana na direção de juros altos tem um papel muito importante na exacerbação da financeirização do atual capitalismo contemporâneo, mas que deve ser encarado, contudo, dentro de um conjunto de determinantes que já estavam presentes na década de sessenta.

Figura 1.2 - Taxa nominal de juros norte-americana – Fed Funds em % a.a. (1960-1989)



Fonte: IPEADATA.

A chegada de Paul Volcker à presidência do Federal Reserve foi um marco no processo de securitização de dívidas,⁷³ determinando a etapa na qual a dívida mobiliária pública passa a se caracterizar como uma importante expressão do processo de **financeirização do capital**.⁷⁴ A necessidade de financiamento dos seus crescentes déficits públicos, agora ainda mais pressionados pelas altas taxas de juros praticadas, conduziria a uma ampliação do processo de securitização da dívida americana. A elevação sem precedentes das taxas de juros, juntamente com a queda da inflação, promoveu uma elevação mais que

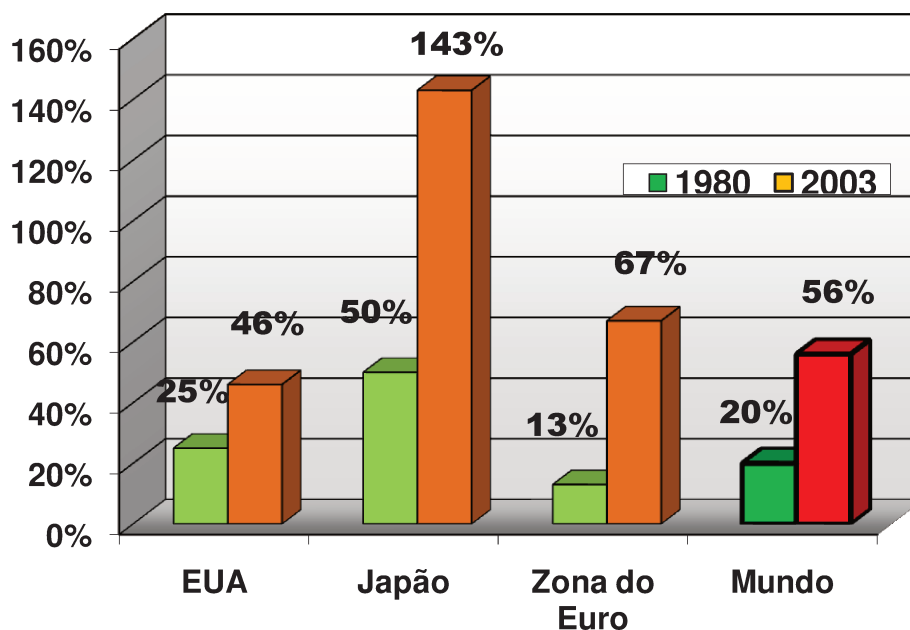
⁷³ - Securitização é uma operação por meio da qual se reúne uma variedade de ativos financeiros e não financeiros, chamados “ativos base”, sobre os quais se emitem títulos financeiros negociáveis. No caso particular da securitização de dívidas, esta pode ser entendida como um processo de renegociação de dívidas, em muitos casos vencidas e não pagas, tendo como mecanismo subjacente a novação contratual ou repactuação de cláusulas previstas nos contratos originais. BCB (2008).

⁷⁴ - Para Lipietz (1988: p. 178), os princípios do liberalismo e do livre jogo das forças de mercado, impuseram-se novamente só pela força do vazio. Isso ocorreu com a vitória dos conservadores na Inglaterra; com a subida de Volcker à direção do Fed nos Estados Unidos; pela hegemonia dos liberais na coligação centro esquerda da antiga Alemanha Ocidental; e na aplicação dos chamados princípios barristas (Taymond Barre, primeiro ministro do governo de Giscard d'Estaing) na França.

proporcional das taxas reais de juros, fazendo com que o ritmo de crescimento econômico arrefecesse. Como as taxas de crescimento do produto acabaram ficando aquém do necessário para compensar o impacto das taxas de juros sobre a dívida, isto acabou gerando impactos ainda maiores sobre as contas públicas, dado o peso dos encargos com juros no resultado final do setor público. O déficit nas contas públicas, associado ao déficit nas transações correntes, especialmente após a explosão dos preços do barril de petróleo, marcaria a política de déficits gêmeos norte-americanos.

Nesse sentido, o caminho percorrido em direção ao fim do controle dos movimentos de capitais e à liberalização dos sistemas financeiros nacionais, tem que ser entendido dentro do contexto de uma necessidade crescente dos governos, em especial o americano, em obter financiamento para os seus crescentes déficits.⁷⁵ Essa caminhada abrangeu as primeiras fases de um vasto movimento de desregulamentação monetária e financeira, sendo que uma das suas primeiras consequências foi a rápida expansão dos mercados de títulos públicos, como podemos constatar pela figura 1.3.

Figura 1.3 - Dívida Pública Mobiliária Total em porcentagem do PIB em países selecionados (1980 e 2003)



Fonte: MCKINSEY GLOBAL INSTITUTE (2005).

⁷⁵ - O primeiro governo a se aproveitar do afrouxamento das restrições fiscais e orçamentárias foram os Estados Unidos, cujos déficits apresentaram trajetória crescente nos oito anos do Governo Ronald Reagan.

Esse movimento internacional de formação de um amplo mercado de títulos de dívida, em especial a partir dos anos oitenta, atendeu às necessidades e/ou interesses de dois grupos de agentes. O primeiro grupo foi o dos próprios governos nacionais, ao permitir-lhes um processo de securitização da dívida pública, ou seja, permitiu-lhes contarem com a possibilidade de ampliação da sua capacidade de obtenção de financiamento para os seus déficits orçamentários, mediante a captação de recursos nos mercados financeiros, através da emissão de bônus do Tesouro.⁷⁶

*“Existe uma ligação direta entre o crescimento potencial do capital globalizado e liberalizado e, por outro lado, o aumento dos déficits públicos nos países industrializados, depois do início dos anos 80... É desse modo que, no início, as autoridades públicas liberalizaram e modernizaram os sistemas financeiros para satisfazer suas próprias necessidades de financiamento”.*⁷⁷

O segundo grupo de agentes, cujos interesses foram satisfeitos pelas reformas em direção à flexibilização e desregulamentação financeira, foi o dos grandes fundos de pensão e os fundos de investimento.⁷⁸ A organização de sofisticados mercados financeiros, com livre acesso aos capitais externos e aos chamados investidores institucionais, possibilitou que os governos avançassem na direção da securitização da dívida pública, ou seja, permitiu o amplo

⁷⁶ - Segundo Braga (1993), a relação entre déficit público e a chamada globalização financeira se dará, por sua importância, quando os Estados Unidos saem de uma situação de equilíbrio fiscal para uma situação de déficit. Contudo, para ele, o déficit público americano não deve ser visto, nesse momento, exclusivamente como um acréscimo do gasto ao estilo do modelo keynesiano simplificado. **Ao contrário, aquele déficit está relacionado à expansão da riqueza financeira privada, cujas operações com títulos de dívida pública, servem de lastro.** Esse processo forçou ainda mais a securitização privada na macroestrutura financeira, alimentando os portfólios privados com ativos financeiros garantidos pelo Estado.

⁷⁷ - Plihon (1996: p. 95).

⁷⁸ - Fundos de Investimento são condomínios constituídos com o objetivo de promover a aplicação coletiva dos recursos de seus participantes. São regidos por um regulamento e têm na assembléia geral seu principal fórum de decisões. Tais fundos, através da emissão de cotas, reúnem aplicações de vários indivíduos para investimentos em carteiras de ativos disponíveis no mercado financeiro e de capitais e são classificados conforme a composição de suas carteiras. Cadernos CVM.

financiamento dos déficits públicos via emissão de securities.⁷⁹ Os interesses rentistas saíram ganhando sob todos os prismas, pois quanto mais se aprofundaram os déficits públicos, mais aumentou a parte das receitas governamentais comprometidas com o serviço da dívida pública.⁸⁰

Assim, ao passo que enriqueciam com os juros obtidos pela posse de títulos públicos, dada a sua condição de credor do Estado, mais forte tornou-se sua pressão sobre os governos, não só sobre o processo de gestão da dívida mobiliária, mas também na própria formulação das políticas macroeconômicas.⁸¹

A flutuação das taxas de juros, somadas a taxas de câmbio flexíveis e extremamente voláteis, num quadro de crescente desregulamentação e liberalização do sistema financeiro internacional, acarretou a criação de uma série de novos instrumentos financeiros - bem como a adaptação daqueles já existentes, dos quais podemos citar os papéis de dívida pública, - cuja razão de existência passou a ser a necessidade de gerenciar a intrínseca instabilidade do sistema, bem como permitir a rápida migração de um segmento de mercado para outro, ou mesmo, de um mercado local para um estrangeiro.⁸²

A variabilidade nos custos e preços internacionais, devido à adoção de taxas de juros e de câmbio flexíveis, transformou-se em força motriz para um movimento de criação de novos produtos financeiros, de que são exemplos as opções, os contratos de futuros, os swaps, entre outros, exacerbando o capital fictício.

⁷⁹ - Para Coutinho (1997: p. 115), as securities constituem uma forma de riqueza que possui a propriedade da liquidez, constituindo numa expressão adequada do rentismo, tornando-se muito conveniente para os seus possuidores. Para ele, a principal função econômica de um estoque de securities reside na sua capacidade de preservação e expansão da riqueza rentista.

⁸⁰ - Chesnais (1996).

⁸¹ - Como vimos no início desse capítulo, Hobson (1996) também já chamava atenção para esse fato ao ressaltar a capacidade dos financistas de exercerem forte pressão sobre o Estado, em um claro processo de subordinação.

⁸² - Kregel (1996).

As inovações financeiras propiciaram também que os agentes econômicos pudessem aproveitar o diferencial de juros, transferindo suas poupanças para fundos que oferecessem maior rentabilidade. Tais inovações permitiram, por exemplo, conferir a esses fundos, lastreados, em boa parte, por títulos dos tesouros nacionais, quase a mesma liquidez dos recursos depositados em contas correntes, por exemplo, através da facilitação e rapidez no processo de transferência de recursos entre depósitos à vista e contas a prazo.⁸³

Além disso, a flexibilização no movimento de capitais propiciou que os agentes pudessem se aproveitar do diferencial das taxas de juros e de câmbio entre os países, dadas as possibilidades de arbitragem,⁸⁴ num contexto de abertura dos mercados financeiros. Esse processo de abertura deve ser entendido pelo fim das barreiras que separavam os mercados nacionais dos mercados estrangeiros. Os mais importantes mecanismos utilizados para promover a abertura dos mercados nacionais ao exterior foram a liberalização dos fluxos de câmbio, a abertura do mercado de securities e a abertura das bolsas de valores nacionais à participação estrangeira.

⁸³ - Para Mazzucchelli (2005c), diante desse peso crescente da financeirização, com o capitalismo desregulamentado e marcado pela crescente mobilidade de capitais, a formação das expectativas dos agentes passou a configurar-se num processo mais complexo, pois não apenas os chamados elementos objetivos (fundamentos macroeconômicos) incidem sobre a formação de suas expectativas. As expectativas passam a ser afetadas, cada vez mais, pelas apostas quanto ao futuro dos principais possuidores e gestores da riqueza financeira. Neste sentido, os parâmetros para a formação das expectativas, que outrora eram as taxas de câmbio e de juros, tornam-se mais frágeis e abstratos. As expectativas tornam-se mais dependentes da percepção subjetiva dos agentes e dos seus próprios interesses. A própria determinação das taxas de câmbio e de juros torna-se mais sensível às mudanças de “humor” dos grandes agentes, de suas expectativas sobre o futuro, bem como a volatilidade dos preços dos demais ativos financeiros. Os efeitos dessas mudanças de “humor” dos agentes, observam-se claramente nos fluxos do chamado capital errante, que se deslocam, com grande facilidade e rapidez, entre diferentes praças financeiras, dado o processo de abertura dos mercados financeiros nacionais, toda vez que acha mais conveniente entrar e sair de um país, observada sua necessidade de satisfazer melhor a relação risco x retorno.

⁸⁴ - Arbitragem consiste na venda/compra de valores mobiliários numa praça financeira e na compra/venda dos mesmos valores mobiliários numa outra praça financeira, de forma a aproveitar a diferença de cotações existente entre ambas as praças.

O movimento de abertura dos mercados financeiros também foi reflexo de um efeito contágio, dado que a partir do momento que os Estados Unidos tomaram essa postura, sendo o “banco” do mundo, outros países tiveram que se adequar à mesma sistemática, alinhando-se às práticas americanas. Assim, a abertura dos sistemas financeiros nacionais acabou sendo uma consequência de todo um processo que começou a se desenrolar, desde os anos sessenta, com a formação dos euromercados, passando pela queda do padrão ouro-dólar, pela livre flutuação das taxas de câmbio e pela política Volcker.⁸⁵

Além do fim das barreiras externas, a partir desse momento, deixaram de existir também as típicas segmentações e especializações bancárias e financeiras da era Bretton Woods.⁸⁶ A separação entre atividades específicas de bancos comerciais e de bancos de investimento, por exemplo, deixou praticamente de existir. As áreas de atuação passaram a se confundir e, em muito casos, passou-se a estimular a fusão entre tipos distintos de instituições, como feito no Brasil com a autorização, em 1988, da criação dos bancos múltiplos.⁸⁷

O processo de elevação significativa das taxas de juros reais, dentro do escopo da chamada política Volcker, a desregulamentação e liberalização financeira, a abertura dos mercados financeiros nacionais, e as fortes transformações ocorridas nos mercados financeiros com a proliferação de inovações financeiras,⁸⁸ resultariam em novas formas de riqueza e promoveriam a exacerbação do capital fictício, do qual se incluem, como vimos, os papéis de dívida pública, fazendo com que a lógica de valorização do capital pela esfera financeira, passasse a ter predominância cada vez maior sobre o processo de valorização do capital em

⁸⁵ - Chesnais (1996).

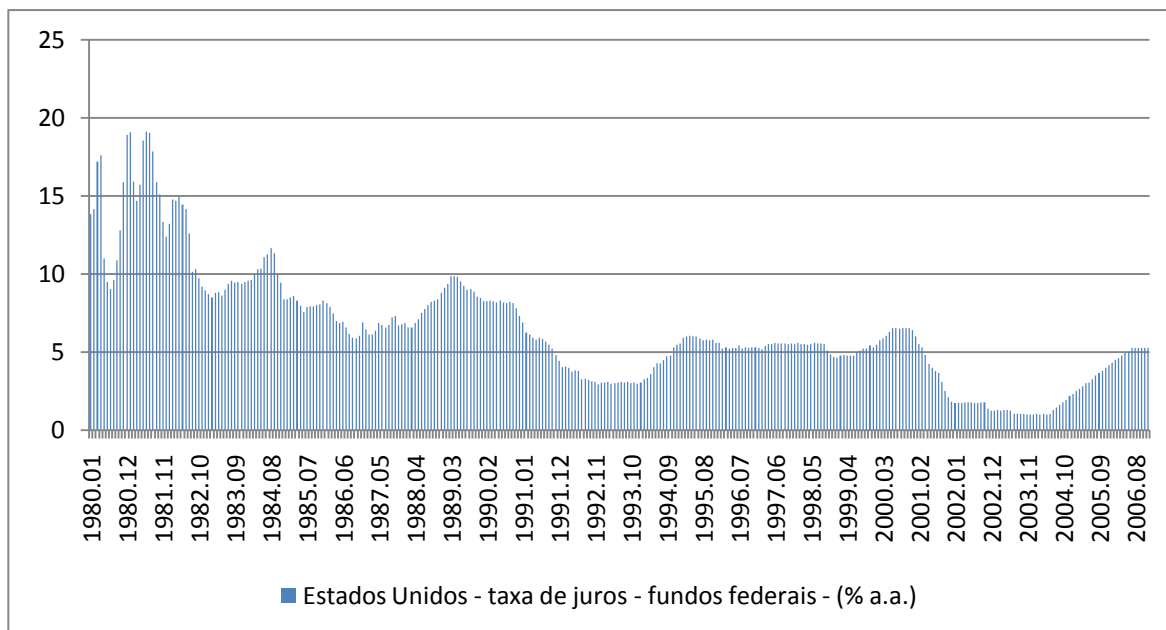
⁸⁶ - Para maiores detalhes sobre o fim da era Bretton Woods e o surgimento dos mercados globalizados, ver Belluzzo (1995).

⁸⁷ - Para maiores detalhes sobre a constituição dos bancos múltiplos no Brasil, ver Madi (1993).

⁸⁸ - Para Coutinho (1997), grande parte das alterações mais significativas nos mercados financeiros ocorreram nos anos oitenta, em especial, no mercado de débitos, o que é evidenciado por um conjunto de inovações financeiras, entre elas as que permitem aos investidores fazerem hedge contra os riscos inerentes à flutuação das taxas de juros e de câmbio, e as que permitem securitizar os tradicionais instrumentos de empréstimo-crédito.

funções, mesmo diante de taxas internacionais de juros mais baixas, estabilizadas, nos anos noventa, em um patamar médio inferior àquele registrado na década anterior.

Figura 1.4 – Estados Unidos: Taxas de juros dos fundos federais em % a.a. (1980-2006)



Fonte: IPEADATA.

A liberalização financeira empreendida no Brasil a partir dos anos noventa, em um cenário de recomposição da liquidez internacional, marcado por taxas de juros internacionais mais baixas, e com o retorno dos fluxos voluntários de capital privado à América Latina, acabaria se constituindo em marco importante para o processo de gestão da dívida pública mobiliária brasileira, como veremos no capítulo quatro.

1.4.2 - A PREDOMINÂNCIA DA LÓGICA DE VALORIZAÇÃO FINANCEIRA SOBRE A LÓGICA DE VALORIZAÇÃO DO CAPITAL EM FUNÇÕES

Ao final dos anos sessenta e início dos setenta, as contradições do processo de acumulação traduziram-se, entre outras questões, numa queda da rentabilidade do capital investido na indústria. A lucratividade da indústria, em especial, a americana, entrou em rápido declínio e a redução no ritmo de crescimento da produtividade desencadeou uma estagnação dos salários. Com a diminuição no grau de rentabilidade do capital em funções,

diante de um cenário de desregulamentação e liberalização financeira, os capitalistas industriais passaram a buscar formas alternativas de valorização do seu capital, através de operações puramente financeiras.⁸⁹

Os vínculos entre o processo de valorização financeira e o processo de valorização na esfera da produção e circulação continuaram a existir, dado que a esfera financeira nutre-se da riqueza criada pelo investimento produtivo e pela mobilização da força de trabalho. É o fruto da renda gerada pelo capital em funções que é direcionada ao circuito financeiro.⁹⁰ Entretanto, a lógica da valorização financeira do capital passou a estar mais presente dentro dos conglomerados industriais, representando uma parcela cada vez mais significativa do seu resultado final em detrimento aos resultados obtidos pelas operações propriamente ligadas ao processo de valorização do capital na produção.

Há no capitalismo contemporâneo, marcado pela dominância financeira, uma crescente importância das atividades financeiras dentro das empresas, o que tem alçado as suas tesourarias, de uma mera função coadjuvante dentro da estrutura empresarial, para uma função determinante no resultado final do exercício. Num cenário de crescente desregulamentação e liberalização, o processo de valorização financeira do capital agigantou-se em importância dentro das empresas, pois o lucro resultante das operações financeiras, muitas vezes supera o lucro operacional, e as aplicações em títulos de dívida pública, entre outros tipos de ativos financeiros, têm tido também papel de destaque nessas operações.⁹¹

⁸⁹ - Guttman (1996).

⁹⁰ - Chesnais (1996).

⁹¹ - Para Braga (1993), as grandes corporações, que integram cada vez mais a macroestrutura financeira, apresentam atualmente as seguintes características: a) O braço de serviços financeiros passa a ser o centro dessas corporações; b) Privilegia-se nelas o acesso ao capital; c) Passa-se a ter importantes articulações entre o braço industrial e o braço financeiro; d) Há uma maior flexibilidade no tempo de realização dos investimentos; e) Há uma maior flexibilidade também na relação ativo/passivo; f) Promove-se uma combinação concomitante entre liquidez, rentabilidade, mobilidade e especulação; g) As unidades financeiras internas das companhias possibilitam a expansão dos seus vários segmentos a custos menores do que os próprios bancos seriam capazes de financiar.

A financeirização mais intensa dentro da própria esfera produtiva confere-lhe um duplo papel. Por um lado, tais organizações estão cada vez mais parecidas com instituições estritamente financeiras, dada a natureza rentista de boa parte de seus rendimentos. Por outro lado, elas continuam executando ao mesmo tempo o processo de valorização do capital produtivo, na esfera industrial. Isso tem produzido, internamente, a exacerbação, cada vez mais comum, de conflitos entre diretorias responsáveis por um ou outro processo de valorização.⁹²

A financeirização dentro da esfera produtiva tem também produzido estímulos ao desenvolvimento de inovações financeiras, dada a presença cada vez mais relevante dos grandes grupos industriais interessados em elevar seus rendimentos por intermédio da lógica da valorização financeira. Nessa linha, Salama (2005) acredita que o próprio processo de desenvolvimento do capitalismo impôs uma maior necessidade de inovações financeiras.⁹³ Isso ocorre porque o desenvolvimento capitalista exige um maior grau de complexidade no processo de produção. Contudo, tal complexidade na produção aumenta a incerteza quanto à rentabilidade dos projetos de investimentos. Assim, a necessidade de cobertura para esses riscos tem conduzido ao desenvolvimento de inovações financeiras igualmente complexas, ou seja, produtos financeiros que se adaptem melhor aos diferentes tipos de risco.

Outro importante aspecto dessa questão é o processo de securitização de dívidas. O crédito, como pudemos ver, ocupa papel central no processo de constituição do capitalismo monopolista. A intensa expansão do processo de produção e das próprias empresas do capitalismo moderno seria improvável de ser alcançada apenas através de capitais individuais. A concentração desses capitais no sistema financeiro possibilitou o processo de acumulação e

⁹² - Chesnais (1996).

⁹³ - Segundo Madi (1993), o conceito de inovações financeiras corresponde à implementação de novos produtos financeiros capazes de atender à demanda de liquidez dos agentes, bem como às necessidades de financiamento dos agentes econômicos. Além disso, inclui também, através do avanço tecnológico, o desenvolvimento de novas formas de transações financeiras como a transferência eletrônica de fundos e a utilização da moeda magnética (cartões magnetizados). Assim, as inovações financeiras acabam por se constituir em novos arranjos institucionais, decorrentes de práticas especulativas e defensivas das instituições financeiras, dentro de um contexto de restrições legais ou econômicas.

reprodução em escala ampliada, ao mesmo tempo em que transformou o capitalista empresário ativo, em mero administrador dos capitais de outros, e esses, em capitalistas financeiros.

Contudo, com a globalização financeira, e o crescente processo de desregulamentação e liberalização financeira, a necessidade de captação de recursos via capitalistas financeiros intermediários foi redefinida, dada a possibilidade das empresas poderem captar recursos por meio de emissão direta de títulos (securitização).⁹⁴ A possibilidade da formação de um mercado de títulos de crédito, permitiu, ao menos parcialmente, substituir sua dependência de crédito bancário, por poderem captar recursos diretamente, administrando seus créditos.⁹⁵

O termo financeirização deve ser entendido, *latu sensu*, também pelo fato de que as aplicações financeiras de lucros retidos ou de caixa passaram a desempenhar papel central no processo de valorização do capital de todas as corporações. A valorização pela lógica financeira passou a ser um dos campos possíveis do processo de valorização do capital, o qual deve proporcionar lucros como qualquer outra área.

Assim, os conglomerados formados por unidades produtivas e financeiras, constituem uma macro-estrutura financeira que, a partir de suas estratégias, procuram a valorização do próprio capital. Com tal objetivo, tais conglomerados procuram acumular ativos reais e financeiros, a fim de obterem melhores resultados. Dentre os ativos financeiros, os papéis de dívida pública têm tido grande destaque nesse processo, devido ao seu baixo risco de crédito, de mercado e de liquidez.

Dado que o objetivo da produção capitalista é a valorização, é transformar D em D', acrescer a quantidade de dinheiro é escopo central da atividade capitalista. A especulação está, assim, no centro da monopolização capitalista, constituída por seus elos produtivo e

⁹⁴ - *"A primeira incursão, segundo essa nova realidade, no mercado de crédito tradicional dos bancos comerciais foi a evolução do commercial paper market, através do qual as corporações satisfaziam suas necessidades de capital de giro; e no decorrer dos anos oitenta, o processo de securitização se estendeu ao mercado de empréstimos para longo prazo"*. Coutinho (1997: p. 114)

⁹⁵ - Chesnais (1996).

financeiro. Seus fluxos de caixa devem executar dois tipos de movimentos: a) o do setor produtivo, produtor de renda; e b) da macroestrutura financeira constituída de juros, dividendos etc.⁹⁶ Assim, a lógica da valorização financeira, como estratégia de geração de lucros, ganha extraordinária importância, tendo papel central no resultado final do exercício.

Dentro dessa lógica, nota-se também, mais intensamente a partir dos anos oitenta, a constituição de bancos ligados a grupos econômicos do setor produtivo. As organizações comerciais e industriais passam a ser proprietárias também de instituições financeiras, como companhias de seguro, sociedades de crédito e financiamento (financeiras) e até mesmo bancos. Esse conjunto de organizações formam as grandes corporações ou conglomerados que passam eles próprios a ofertar crédito direto ao consumidor e a gerir suas próprias aplicações financeiras oriundas das sobras de caixa, fazendo com que uma parte significativa do sistema de pagamentos saia do controle dos tradicionais bancos comerciais, dificultando a própria operacionalidade da política monetária, comprometendo inclusive sua eficácia. As grandes corporações tornam-se assim: i) multifuncionais, pois atuam nas áreas de produção, finanças e comércio; ii) multissetoriais, haja vista atuarem em diferentes segmentos industriais e; iii) multinacionais, pois atuam em diferentes países.⁹⁷ Ficam, dessa forma, reduzidas as diferenças entre capital bancário e capital industrial, entre setor produtivo e setor financeiro, no que tange à gestão da riqueza.

A financeirização da riqueza é, desse modo, uma característica marcante das economias e sociedades modernas. E um dos aspectos de sua influência é a ascensão das finanças nas empresas e seu impacto sobre o próprio investimento produtivo. A elevação das taxas de juros, a partir dos anos oitenta, forjou uma nova forma de regulação e gerou impactos no investimento por três razões: a) a taxa de juros, em especial a taxa básica, - referência para muitos ativos financeiros - acaba por desempenhar um papel central na determinação da rentabilidade mínima exigida para que projetos de investimento sejam realizados. Taxas de juros elevadas tendem assim a deprimir o investimento industrial; b) a manutenção de taxas de juros elevadas pode estimular apenas projetos de investimento de curto prazo, deprimindo

⁹⁶ - Braga (1985).

⁹⁷ - Braga (1993).

investimentos com períodos de maturação mais longos; e c) uma elevada taxa de juros estimula também a financeirização das empresas, ao fazer com que excedentes de caixa sejam destinados a aplicações em ativos financeiros, desestimulando o reinvestimento na modernização e expansão da capacidade produtiva da empresa, instigando as corporações a expandirem rapidamente o seu estoque de ativos financeiros como fonte alternativa de renda.⁹⁸

Altas taxas de juros também acabam por trazer conseqüências no nível e na qualidade do emprego industrial ao expandirem os custos de dívidas pré-assumidas das empresas, o que exige, por outro lado, a necessidade de uma compensação via redução dos custos ligados à mão-de-obra. Além disso, taxas de juros elevadas também estimulam o redirecionamento de recursos do investimento produtivo para a aplicação em ativos financeiros, reduzindo, portanto, o nível de emprego potencial.

A financeirização, ao impor a exigência de uma elevada valorização, também conduz a pressões sobre a expansão da valorização do capital em funções, - pressão exercida, por exemplo, pelos acionistas - ao determinar, em certa medida, uma rentabilidade mínima elevada no mercado de bens o que muitas vezes, para ser concretizada, acaba impondo novas exigências aos trabalhadores, bem como acaba promovendo a implantação de processos de reengenharia, com demissões, compressão de salários e benefícios, além de propiciar também um processo de precarização do trabalho, desconectando assim os salários reais da produtividade do trabalho. Nas palavras de Salama (2005):

*“La financiarisation des entreprises tend à déconnecter l'évolution des salaires réels de la productivité du travail et à précipiter des modifications dans l'organisation du travail au sein des entreprises. En ce sens, elle constitue une rupture avec les régimes de croissance de l'après guerre. La déconnection salaire - productivité s'explique par l'importance croissante de la part des profits financiers dans les profits totaux des entreprises”.*⁹⁹

⁹⁸ - Guttman (1996).

⁹⁹ - Salama (2005: p. 15).

Essa conseqüente elevação da rentabilidade oriunda do processo de valorização do capital em funções possibilita a convivência entre os objetivos de ampliação do lucro operacional e do lucro financeiro dentro de uma estratégia maior de valorização do capital em um mesmo conglomerado industrial. Todavia, a expansão no lucro operacional, muitas vezes, ao invés de estimular e promover a realização de novos investimentos produtivos acaba também sendo direcionado para alimentar ainda mais o circuito financeiro, permitindo à empresa auferir ainda maiores retornos, criando um verdadeiro círculo vicioso.

1.4.3 - A PROLIFERAÇÃO DOS ATIVOS FINANCEIROS VIS-À-VIS AOS ATIVOS INSTRUMENTAIS

A liberalização financeira e a elevação das taxas de juros nos anos oitenta, combinadas com a veloz proliferação das inovações financeiras, bem como com a evolução dos meios de processamento e informatização, acabaram por resultar numa expansão sem paralelos da riqueza financeira, como se pode observar na tabela 1.5, alterando a relação de poder entre credores e devedores e conduzindo a uma transformação crucial no que se refere ao peso e à influência dos ativos financeiros nas economias modernas e que se manteve, como já mencionado anteriormente, mesmo após a queda das taxas de juros nos anos noventa.

Tabela 1.5 – Evolução do mercado financeiro global em trilhões de dólares (1980-2003)

Ano	Estoque de Ativos Financeiros	Produto Nacional Bruto (mundial)	Relação Estoque Ativos Financeiros / PNB
1980	12	10,1	109%
1993	53	24,4	216%
1996	69	29,9	230%
1999	96	30,5	315%
2003	118	36,1	326%

Fonte: MCKINSEY GLOBAL INSTITUTE (2005).

Cresceu vertiginosamente a participação dos ativos financeiros no total dos ativos detidos pelas empresas e pelas famílias, configurando-se em uma forte tendência ao rentismo nas economias capitalistas. Esse impressionante crescimento do volume de ativos financeiros está ligado às inovações financeiras proporcionadas pela desregulamentação e pela queda dos controles nacionais de capitais, resultados do processo de integração financeira internacional, a qual foi acompanhada pela abertura dos diferentes mercados (câmbio, obrigações, ações etc.).¹⁰⁰

Como se pode observar pelo exame das tabelas 1.5 e 1.6, a trajetória espetacular de expansão do volume da riqueza financeira ultrapassou em muito a taxa de crescimento do produto e da acumulação de ativos reais. Em 2003, a relação entre os ativos financeiros e o Produto Nacional Bruto Mundial ultrapassava a casa dos 320%, ou seja, para cada dólar americano na forma de bens produzidos havia quase quatro dólares na forma de ativos financeiros. Apesar dos ativos financeiros representarem um direito de propriedade sobre o capital ou sobre uma renda futura gerada por esse, nota-se que há um descolamento significativo entre os valores.¹⁰¹

¹⁰⁰ - Ao descolamento entre a taxa de crescimento dos ativos reais e a dos ativos financeiros, Chesnais (1996) denomina de hipertrofia da esfera financeira do capital.

¹⁰¹ - Coutinho e Belluzzo (1998). Compartilhando da mesma idéia, Kurtzman afirma: *“As regras que regem o vasto mundo dos mercados de capitais são muito diferentes das regras que regem outros setores. Conseqüentemente... contribuiu para o divórcio entre a economia concreta, ‘real’, e a economia financeira, altamente abstrata, em que produtos financeiros são comprados e vendidos exclusivamente para se obter lucro financeiro... O grau de separação entre essas duas economias está aumentando e a tecnologia está contribuindo para isso... Isto significa que para cada dólar gasto num produto ‘real’... são gastos US\$ 30 ou US\$ 40 em uma ação, título, contrato de futuros ou apólice de seguro. Com tal disparidade, a economia financeira de alta tecnologia, com sua ciclicidade de altos e baixos e sua volatilidade diária, quase tomou conta da economia real”*. Kurtzman (1995: p. 39)

Tabela 1.6 – Relação Estoque de Ativos Financeiros e Produto Nacional Bruto em países selecionados em trilhões de US\$ (ano base 2003)

Ano	Estoque de Ativos Financeiros	Produto Nacional Bruto	Relação Estoque Ativos Financeiros / PNB
EUA	44	11	397%
Japão	18	4,3	411%
Zona do Euro	26	8,2	314%
Mundo	118	36,1	326%

Fonte: MCKINSEY GLOBAL INSTITUTE (2005).

Antes da exacerbação desse processo, até meados dos anos setenta, o maior volume de financiamentos internacionais passava pela intermediação bancária. Contudo, os déficits americanos, a crise da dívida dos países em desenvolvimento, e o conseqüente redirecionamento dos fluxos financeiros internacionais em direção aos países da OCDE, aumentaram a importância do sistema de financiamento realizado de forma direta. Os empréstimos deram lugar à securitização, tendo como uma das modalidades principais a oferta de títulos públicos, o que se pode verificar pelo exame da tabela 1.7 e da figura 1.5. Segundo dados do BIS (2006), os títulos de dívida pública doméstica representam praticamente metade de toda a dívida securitizada disponível no mundo. No caso brasileiro, esse percentual é significativamente maior, 78% do total.

Tabela 1.7 – Composição dos mercados locais de dívida em países selecionados: em bilhões de dólares (Posição 2006)

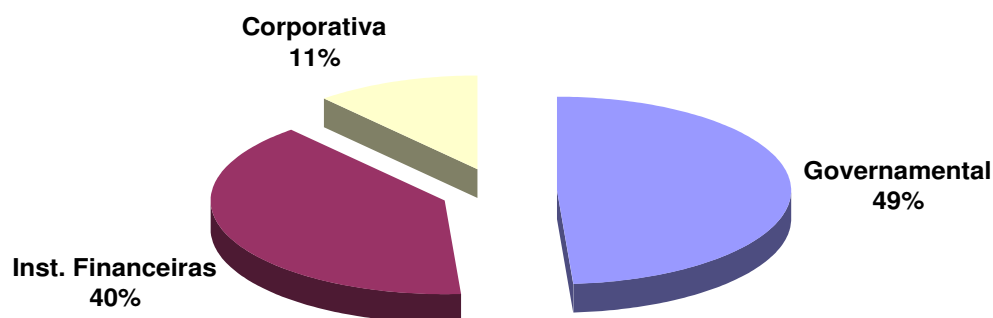
Países	Total	Governo	Instituições Financeiras	Corporativa	Relação dívida pública mobiliária / Estoque total de dívida securitizada
Japão	8.473	6.767	1.036	670	79,86%
Brasil	589,9	460,4	124,6	4,9	78,05%
Canadá	804	587	115	102	73,06%
China	1.015,5	711,2	254,2	50,1	70,03%
África do Sul	107,3	73,7	20	13,6	68,78%
Cingapura	70,9	48,7	16,3	5,9	68,69%
Inglaterra	1.069	715	331	23	66,92%
Portugal	152	101,2	28	22,8	66,65%
Itália	2.283	1.398	635	250	61,25%
França	2.008	1.127	6.412	239	56,14%
Alemanha	1.998	1.091	775	132	54,61%
Tailândia	88,3	42,1	19	27,2	47,68%
Espanha	998,9	417,8	343,2	237,9	41,83%
Holanda	696,5	265,5	374	57	38,12%
Irlanda	106,6	38	0	68,6	35,65%
Coréia Sul	695,9	241	297,8	157,1	34,63%
EUA	21.168	6.101	12.335	2.732	28,82%

Fonte: BIS (2006).

Os chamados investidores institucionais, bem como empresas multinacionais, tesouros e bancos centrais, passaram a preferir aplicar diretamente no mercado de títulos, desonerando-se dos custos de intermediação, promovendo transformações substanciais nos mercados financeiros.¹⁰²

¹⁰² - Para Coutinho e Belluzzo (1998), o mercado financeiro atual apresenta as seguintes características: a) alto grau de profundidade, devido ao elevado número de transações nos mercados secundários; b) elevado grau de liquidez; c) grande mobilidade, caracterizada por uma maior facilidade na entrada e na saída de mercados e de ativos; d) grande volatilidade dos preços dos ativos, oriunda da elevada variação nas expectativas dos agentes. De acordo com Plihon (1996), o sistema financeiro internacional passou a se caracterizar, i) por uma interligação cada vez maior das diversas praças financeiras, ii) por manter seu funcionamento ininterruptamente, 24 horas por dia. Na mesma linha, Kregel (1996) afirma que não é nenhum exagero falar sobre a existência de um mercado de capitais global, em funcionamento 24 horas por dia, e em operadores financeiros atuando nesse mercado de forma quase que ininterrupta. Já Kurtzman (1995) afirma que, durante os anos oitenta, para atender as novas exigências, as trezentas maiores firmas de Wall Street investiram juntas alguns bilhões de dólares em tecnologia, elevando em quase 20% o orçamento destinado a gastos com equipamentos de informática e telecomunicações. Esses investimentos em tecnologia permitiram estabelecer uma vasta e complexa rede unindo pessoas em quaisquer partes do mundo, a qualquer hora.

Figura 1.5 – Composição da dívida doméstica securitizada mundial por emissores (ano base 2006)



Fonte: BIS (2006).

No incessante processo de busca por maiores retornos, a valorização financeira acabou ganhando cada vez mais espaço no capitalismo contemporâneo, através da busca dos agentes por rendimentos cada vez mais elevados, alta liquidez e baixo risco de crédito. **E nesse processo, os papéis de dívida pública acabaram se constituindo em excelente opção. Privilegiou-se o rentismo aos retornos de projetos de investimento de longo prazo, dado que as aplicações em ativos financeiros, por exemplo, em títulos públicos, tornaram-se, em especial a partir dos anos oitenta, mais rentáveis, líquidas e menos arriscadas.**

Nota-se, dessa forma, a ocorrência de um processo de transformações do capitalismo contemporâneo, passando-se de uma economia direcionada aos investimentos produtivos financiados pelo endividamento bancário, da era Bretton Woods, para uma economia na qual a

captação de recursos se dá diretamente por meio de emissão de títulos (securitização)¹⁰³ e na qual a busca pela valorização financeira do capital agiganta-se em importância dentro das empresas, pois o lucro resultante das operações financeiras, como aquelas baseadas em aplicações em títulos de dívida pública, muitas vezes supera o próprio lucro operacional.

Diante desse cenário e para tentar lutar inclusive contra a queda de sua participação no produto da economia, os próprios bancos tiveram que diversificar suas operações, tornando-se verdadeiros administradores da dívida mobiliária do Estado, além de procurar disponibilizar novos produtos, promovendo um amplo processo de criação de inovações financeiras. Essas inovações financeiras se caracterizaram pelo princípio da securitização, ou seja, pela predominância de títulos financeiros negociáveis. Tal predominância visou satisfazer às necessidades dos agentes por mobilidade, liquidez e cobertura de riscos.¹⁰⁴

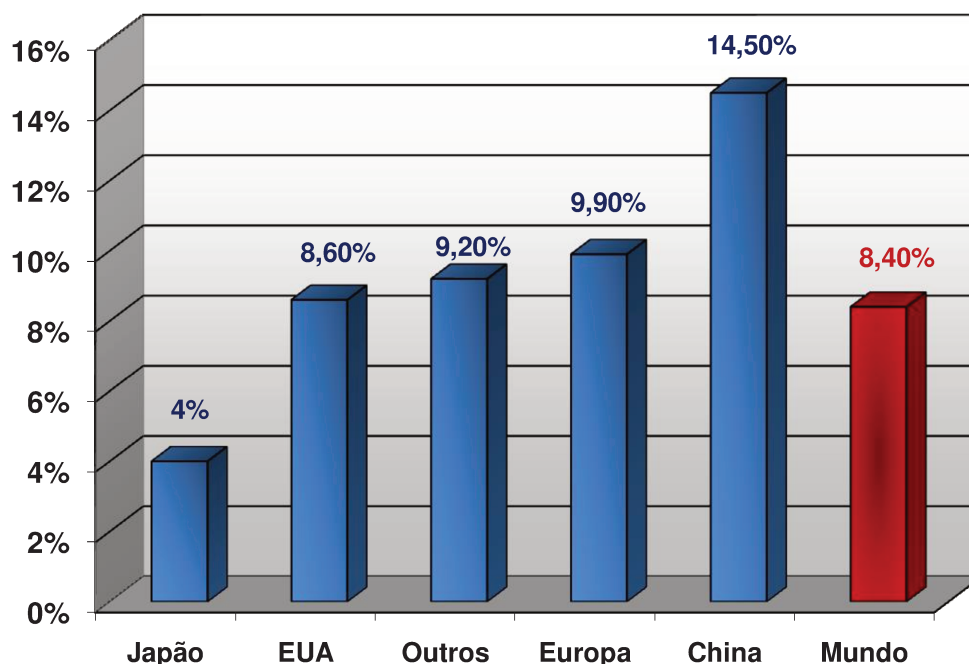
O desequilíbrio entre o ritmo de crescimento dos mercados financeiros e dos mercados de bens é assim cada vez mais significativo, gerando um descolamento cada vez mais acentuado entre os valores da economia real e os da economia financeira, como se pode constatar pelo exame da figura 1.6. O próprio FMI, ainda nos anos noventa, em um dos seus relatórios sobre o mercado internacional de capitais, já reconhecia a significativa expansão dos mercados financeiros em relação aos mercados de bens, a qual se expressava pela maior volatilidade apresentada pelas taxas de juros e pelas taxas de câmbio.¹⁰⁵

¹⁰³ - O que Hicks (1974) chama da passagem da “overdraft economy” (economia do endividamento bancário) para uma “autoeconomy” (economia de fundos próprios).

¹⁰⁴ - Ao longo dos anos oitenta, o mercado financeiro foi desenvolvendo mecanismos que possibilitavam a redução do risco. O princípio da securitização alterou a forma de financiamento das empresas não-financeiras. Expandiu-se a utilização de ativos securitizados e de instrumentos derivativos de proteção ao risco como opções, futuros e swaps. A disponibilidade de contratos de opções e futuros oferece alternativas que permitem reter a posse de um título, reduzindo, no entanto, a exposição dos riscos de mercado, tais como mudanças em taxas de juros e de câmbio.

¹⁰⁵ - IMF (1994).

Figura 1.6 - Taxa anual média de crescimento dos mercados financeiros em países selecionados (1993-2003)



Fonte: MCKINSEY GLOBAL INSTITUTE (2005).

Desse modo, a questão central passa assim pelo fato que o preço dos ativos financeiros tende a ser mais volátil do que o dos ativos reais, ou seja, passa a variar a taxas superiores às dos ativos instrumentais. Essa maior volatilidade acentua de forma bastante significativa o potencial de formação de bolhas especulativas e, por conseguinte, eleva em muito a possibilidade de quedas abruptas no preço dos ativos financeiros. Por seu peso cada vez maior, a valorização e a desvalorização dos ativos financeiros afetam as decisões de gasto da economia, aumentando o grau de instabilidade do sistema e potencializando a tendência do capitalismo a crises.¹⁰⁶

Assim, uma característica central das atuais economias capitalistas, caracterizadas pela finança direta e securitizada, é a elevada sensibilidade das decisões de gastos dos agentes às flutuações nos preços dos ativos. Essas flutuações nos preços dos ativos financeiros afetam

¹⁰⁶ - Coutinho e Belluzzo (1998).

diretamente os níveis de investimento e de consumo, dado que o gasto privado se vê submetido a uma maior “sobredeterminação” financeira.¹⁰⁷

Em um processo de inflação de preços dos ativos financeiros, aumenta-se a capacidade de endividamento das empresas e das famílias. Nesta fase, há uma tendência a se reduzir a percepção de risco, fazendo com que o sistema financeiro de crédito satisfaça de forma elástica a demanda por empréstimos. Essa expansão do endividamento conduz a uma elevação nos níveis de consumo e de investimento, realimentando a inflação de ativos através do mercado de capitais. Contudo, a reversão desse processo começa, essencialmente, através do receio de certos agentes que passam a pôr em cheque a capacidade de sustentação do nível de preços alcançado por esses ativos financeiros, começando a assumir posições baixistas. Quando tais posições se tornam preponderantes no mercado, o colapso no preço daqueles ativos financeiros é inevitável. Para fazer frente ao elevado nível de endividamento assumido previamente, inicia-se um processo de liquidação de posições no mercado de capitais, aprofundando ainda mais o processo de deflação dos preços dos ativos, iniciado por aqueles agentes.¹⁰⁸

Destarte, o capitalismo contemporâneo não tem apresentado um movimento correspondente ao processo de regulação harmônica do capital financeiro, vislumbrado por Hilferding,¹⁰⁹ nem tão pouco um movimento em direção à eutanásia do rentista. A atual tendência ao rentismo, e sua afirmação no capitalismo contemporâneo, evidencia que a chamada eutanásia do rentista, descrita por Keynes na Teoria Geral,¹¹⁰ não tem se verificado,

¹⁰⁷ - “Nunca foi tão grande a mobilidade entre as diversas formas de cristalização da riqueza capitalista na busca de maior e mais rápida rentabilidade... Esta capacidade de rapidamente rever a estrutura temporal de valorização dos ativos, aparentemente a um custo cada vez menor, aliada à extensão do mercado financeiro à escala global, possibilita o máximo aproveitamento do tempo capitalista de valorização”. Braga (1993: p. 43)

¹⁰⁸ - Mazzucchelli (2005c).

¹⁰⁹ - Hilferding (1982) mostra que o capital financeiro surge quando há uma integração entre o capital bancário e o industrial com a dominância dos banqueiros sobre os industriais. Essa interpenetração entre o capital bancário e o capital industrial se dá para ele de forma relativamente harmônica.

¹¹⁰ - “Conseqüentemente, eu considero o aspecto do rentier do capitalismo como sendo uma fase transitória, que desaparecerá logo que tenha desempenhado sua função. E com o desaparecimento deste aspecto, muitas outras transformações deverão ocorrer. Além disso, uma grande vantagem na ordem dos acontecimentos que preconizo

ao contrário, esses típicos agentes das sociedades atuais têm se tornado um grupo cada vez mais forte e relevante no capitalismo contemporâneo.¹¹¹ **A situação atual demonstra a dominância de um comportamento rentista, por parte tanto das famílias como das empresas, provavelmente sem paralelo na história capitalista, que se verifica também na aquisição e posse de títulos de dívida emitidos pelo Estado e adquiridos direta, mas, principalmente, indiretamente via fundos de investimento financeiro.**

Assim, diante dessa tendência do capital em se reproduzir cada vez mais pela esfera financeira, os títulos de dívida pública, com o passar dos anos, transformaram-se, como vimos, numa relevante manifestação do processo de financeirização da riqueza, dado que para aumentar a atratividade desses papéis, os governos foram empreendendo, ao longo dos anos, amplas reformas com o intuito de ampliar o grau de liquidez, a rentabilidade e a segurança aos agentes tomadores, garantindo demanda para seus papéis ao satisfazerem os interesses rentistas.

E é com esse objetivo que, no capítulo seguinte, passamos a discutir um aspecto muito peculiar dessas reformas: o emprego da indexação em papéis de dívida pública. A idéia é evidenciar a escolha entre prazos e uso de indexação nas estratégias de seleção de ativos dentro do processo de gestão da riqueza financeira dos investidores, bem como mostrar as estratégias possíveis de combinação de prazos e formas de remuneração (utilização ou não de indexadores) no caso específico da composição da dívida pública mobiliária e seus impactos no processo de gerenciamento dessa dívida.

consiste em que a eutanásia do rentier, do investidor sem função, nada terá de repentino, mas será meramente uma continuação gradual e prolongada do que vimos observando recentemente na Grã-Bretanha, sem carecer de qualquer revolução". Keynes, (1996: p. 344).

¹¹¹ - Braga (1993). Já Chesnais afirma: "*Não se praticou a eutanásia do capital rentista, pelo contrário, assistiu-se ao seu renascimento e ao crescimento de seu poder opressivo, mais do que em nenhum outro momento da história do capitalismo*". Chesnais (1996: p. 251)

II – DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA E INDEXAÇÃO

2.1 – INTRODUÇÃO

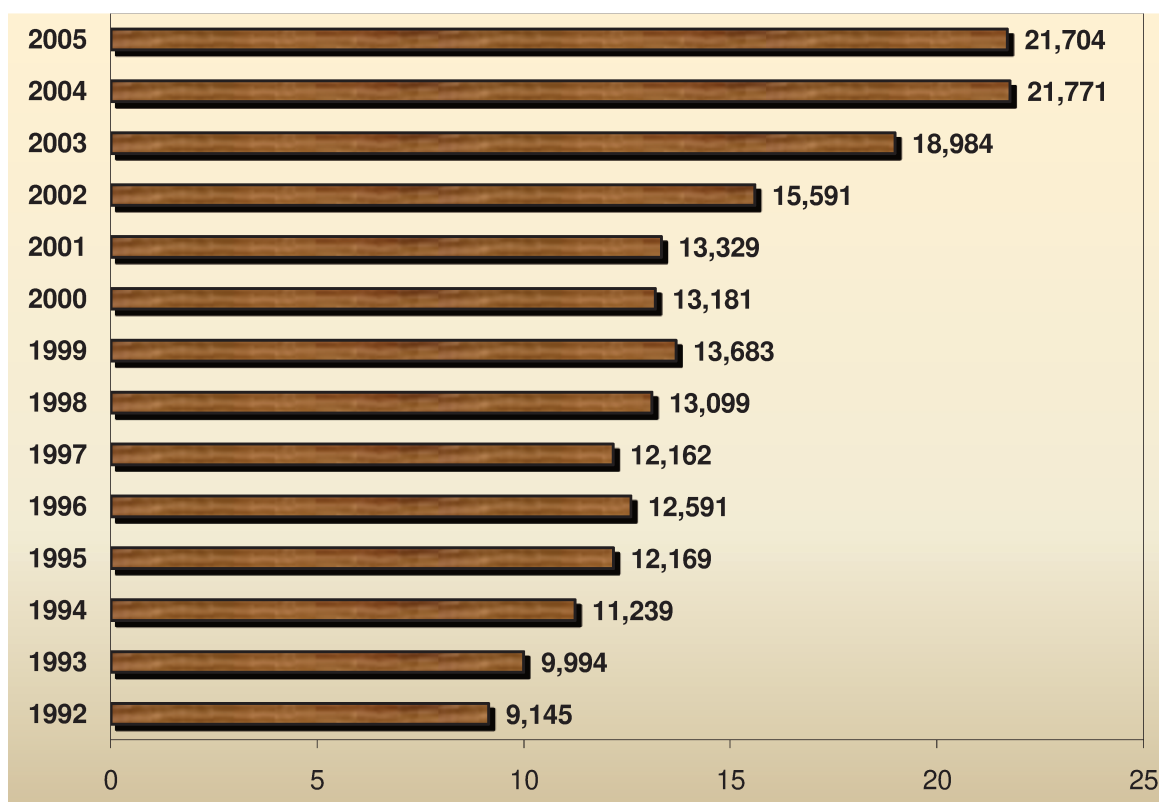
A marca do capitalismo contemporâneo é o predomínio das finanças e sua capacidade de ditar o ritmo da economia. A financeirização da riqueza é a expressão mais cristalina da dinâmica econômica do capitalismo contemporâneo. E é nesse cenário de variações ampliadas e mais complexas das formas do capitalismo que se tem a predominância do capital fictício, ou seja, aquele associado a ativos financeiros cujos valores não têm necessariamente contrapartida no nível de capital produtivo.¹¹²

Como discutimos no capítulo anterior, com o capital fictício, instaurou-se um circuito estritamente financeiro de valorização, gerando uma transformação crucial no que se refere ao peso e à influência dos ativos financeiros nas economias atuais. A participação dos ativos financeiros no total de ativos detidos pelas empresas e pelas famílias cresceu abruptamente e sua acumulação passou assim a ter papel preponderante no processo de gestão da riqueza capitalista.

Dentro desse intenso processo de proliferação dos ativos financeiros sobre os ativos instrumentais, em especial a partir dos anos setenta, merece destaque a expansão dos mercados de títulos públicos. Como se pode observar pela figura 2.1, entre 1992 e 2005 o estoque total de títulos públicos domésticos registrou um crescimento da ordem de 140%, saltando de US\$ 9,1 trilhões em 1992 para US\$ 21,7 trilhões em 2005.

¹¹² - Uma das expressões atuais do capital fictício é a proliferação de operações de derivativos. Com a livre flutuação das taxas de câmbio, a partir de março de 1973, e das taxas de juros, a partir de outubro de 1979, várias inovações financeiras foram desenvolvidas para fazer frente ao risco de preço daí decorrente (derivativos). A criação de contratos futuros financeiros e das operações de swap transformou a especulação de um fenômeno passageiro em uma atividade permanente. *“A atração irresistível pela especulação com... capital fictício reside em sua capacidade de prosperarem relativamente isolados do resto da economia. O capital de empréstimo depende diretamente dos ganhos de renda de empresas e outros tomadores, sendo sua renda em juros uma parte desses ganhos. Já o capital fictício, apesar de alimentar-se de transferências provenientes da esfera ‘real’ de produção, não se apóia sobre o capital produtivo da indústria”*. Guttman (1996: p. 70)

Figura 2.1 – Estoque mundial de títulos públicos domésticos em trilhões de dólares (1992-2005)



Fonte: BIS (2006).

Os papéis de dívida do Estado representam assim um importante mecanismo de transferência de riqueza para o circuito financeiro. A dívida mobiliária oferece aos investidores um ativo que oferece alto grau de liquidez, rentabilidade real e baixo risco de crédito, permitindo que, além de bancos e investidores institucionais, empresas e famílias encontrem nos títulos de dívida pública uma alternativa bastante atraente para aplicação de parcela significativa de seus recursos. Tanto Plihon (1996) como Guttman (1996), concordam que os papéis representativos de dívida pública transformaram-se, junto com o mercado de câmbio, no segmento mais ativo do mercado financeiro internacional.¹¹³

¹¹³ - À mesma conclusão chega o próprio FMI em seu relatório sobre o mercado internacional de capitais de 1994, ao afirmar que os títulos públicos representam a espinha dorsal dos mercados financeiros mundiais, sendo que seu volume de transações supera em muito o de qualquer outro segmento do mercado financeiro internacional, excetuando-se os mercados de câmbio. IMF (1994).

Uma explicação para o sucesso, junto aos agentes tomadores, dos papéis emitidos pelos Tesouros Nacionais, passa pelo fato destes se constituírem em ativos financeiros de baixo risco de crédito, dado que o aval do Estado lhes garante a melhor qualidade possível. Desse modo, a preocupação dos governos tem sido aumentar a sua credibilidade junto aos credores, ou seja, demonstrar sua capacidade em honrar seus compromissos, para que a característica de capital fictício dos títulos de dívida pública, já discutida no capítulo anterior, não venha à tona. É que diferentemente das dívidas diretas não negociáveis, as dívidas indiretas podem aumentar indefinidamente até os limites impostos pelo grau de credibilidade dos agentes credores no Estado. O capital de empréstimo pode se expandir, mas tem os seus limites claramente definidos pela circulação da renda e da produção, já a dívida indireta, representada pelos títulos financeiros atrelados à dívida pública, o capital fictício, não tem limite, salvo a confiança dos credores no compromisso do Estado em honrar seus compromissos.¹¹⁴

Esses credores se constituem num conjunto de agentes que vivem da renda gerada pela posse de títulos de dívida pública e que retratam bem o arquétipo do rentista, como aquele que de forma parasitária obtém seus rendimentos se apropriando de uma fatia das receitas tributárias do Estado, em um claro processo de transferência de renda entre agentes, tendo o Estado como intermediário nesse processo.¹¹⁵

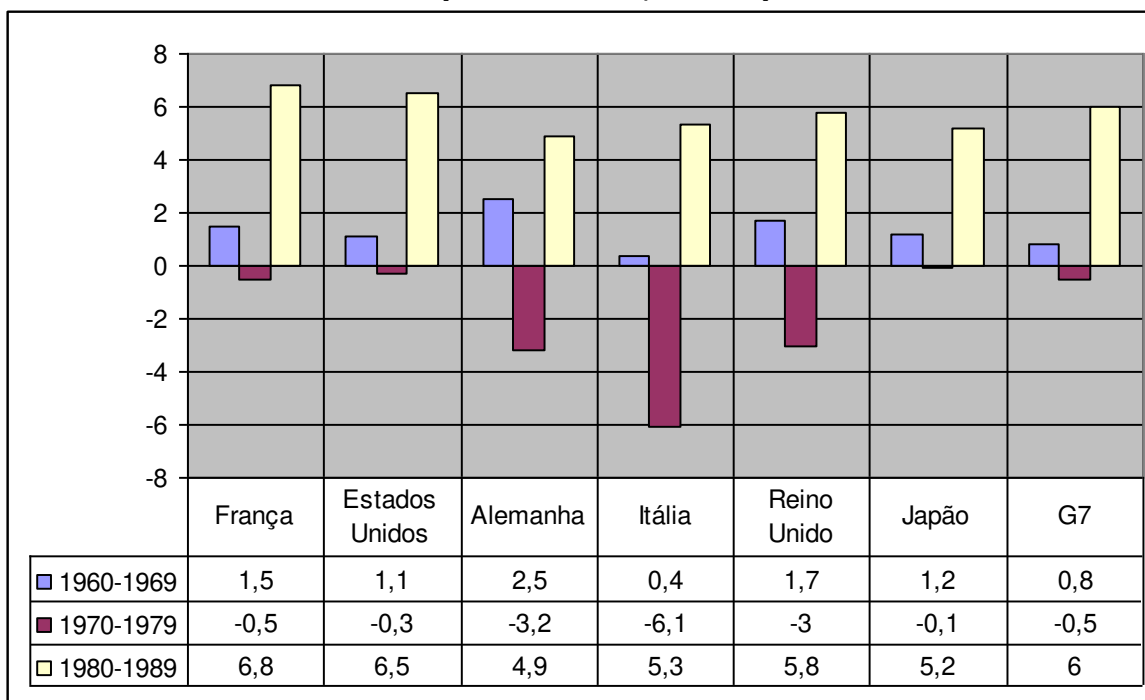
Mas não só pelo baixo risco de crédito se explica o sucesso dos títulos de dívida pública junto aos investidores. Como vimos no capítulo anterior, o processo de securitização da dívida pública, diante da ascensão das taxas de juros após a política Volcker, fez com que os rendimentos auferidos pela posse desses papéis passassem a aumentar rapidamente, constituindo-se, como vimos, num importante estímulo à financeirização da riqueza, dada sua característica de ser uma fonte rentável e relativamente segura de valorização do capital. Assim, diferente do sistema financeiro regulado da era Bretton Woods, - no qual o sistema favorecia o devedor que se beneficiava de baixas taxas de juros reais, como se pode ver na figura 2.2 - no cenário de flexibilização das finanças, são os credores que exercem constante

¹¹⁴ - Tavares (1983).

¹¹⁵ - Para Fitoussi (1995), esses agentes rentistas são credores que não vivem de nenhuma atividade própria, mas sim da atividade dos seus devedores.

pressão para preservar seus retornos e seu patrimônio, exigindo dos gestores a criação de novos mecanismos institucionais de gestão da dívida que garantam rentabilidade real, liquidez e segurança.

Figura 2.2 - Taxas Médias de Juros Reais em países selecionados (décadas de 60, 70 e 80)



Fonte: Estatísticas Financeiras OCDE apud Plihon (1996).

Assim, na tentativa de aumentar a atratividade de seus títulos públicos e garantir demanda para seus papéis ao satisfazerem os interesses rentistas, os países foram empreendendo ao longo dos anos amplas reformas institucionais que caminhassem justamente nessa direção, isto é, ampliando o grau de liquidez, a rentabilidade e a segurança, junto aos agentes tomadores dos papéis de dívida, transformando a dívida pública securitizada em uma clara manifestação do processo de financeirização da riqueza no capitalismo contemporâneo.¹¹⁶

¹¹⁶ - Plihon (1996).

E é com esse objetivo que iremos, nesse capítulo, tecer algumas considerações sobre um aspecto relevante e muito peculiar dessas reformas: o emprego da indexação em papéis de dívida pública. Nesse sentido, dividimos esse capítulo em duas seções além dessa introdução. Na seção 2, examinaremos a questão da indexação de ativos pela ótica do investidor. A idéia é evidenciar as estratégias de seleção de ativos no processo de gestão da riqueza financeira dos investidores. Desse modo, na primeira parte dessa seção, faremos uma breve discussão sobre o papel da indexação e sobre o processo de escolha, por parte dos agentes demandantes, entre prazos de vencimento (liquidez) e a utilização de parâmetros externos de correção dos ativos (formas de remuneração), em especial, em ambientes caracterizados por incerteza, marcados por uma elevada instabilidade de preços. Na segunda parte dessa mesma seção, examinamos ainda a possibilidade da combinação simultânea desses dois atributos dos ativos, indexação e redução dos prazos de vencimento, no processo de composição dos portfólios dos agentes econômicos. Finalmente, na terceira e última seção, revelamos a ótica do Estado nesse processo. A idéia é mostrar as estratégias possíveis de combinação de prazos e formas de remuneração (utilização ou não de indexadores) no caso específico da composição da dívida pública mobiliária e seus impactos no gerenciamento dessa dívida, bem como suas conseqüências no processo de governança.

2.2 – ESTRATÉGIAS DE SELEÇÃO DE ATIVOS PELA ÓTICA DO INVESTIDOR

2.2.1 – DECISÕES DE PORTFÓLIO EM AMBIENTES DE INCERTEZA: INDEXAÇÃO X PRAZO

Como visto no capítulo anterior, com o desenvolvimento do capitalismo, a participação dos ativos financeiros no total de ativos da economia e sua relação com os ativos instrumentais detidos pelas empresas e pelas famílias aumentou significativamente e a acumulação de ativos financeiros passou a ter papel central no processo de valorização do capital e na busca por elevados ganhos reais.

J. M. Keynes procurou demonstrar como são determinados os preços dos ativos, estabelecendo as bases de uma teoria de precificação de ativos. Isto fica claro já a partir do capítulo 11 da Teoria Geral, quando Keynes apresenta duas técnicas alternativas para calcular

a rentabilidade esperada de um investimento.¹¹⁷ Entretanto, será no capítulo 17 da Teoria Geral,¹¹⁸ que ele evidenciará os atributos dos ativos e estabelecerá a forma de se precificar os ativos, separando quatro elementos determinantes do preço dos ativos, resumidos na seguinte expressão:

$$Pa = a + q - c + l$$

onde:

Pa é o preço do ativo

a é a (depreciação) apreciação do valor de mercado do ativo no momento de sua revenda

q é o rendimento monetário esperado do ativo

c é o custo de carregamento do ativo, ou seja, o custo de manutenção do ativo

l é o prêmio pela liquidez, ou seja, sua capacidade de se transformar em moeda (liquidez por excelência) o mais rápido possível.

Isto permitiu estabelecer formas de medir a rentabilidade dos ativos, possibilitando a comparação entre os mais diversos tipos de ativos. Além disso, Keynes incorporou pela primeira vez o prêmio de liquidez como atributo essencial na precificação do valor dos ativos. A idéia assim é que cada ativo possui sua própria taxa de juros, resultante da combinação desses atributos.¹¹⁹

¹¹⁷ - Entretanto, o ponto de partida dessa discussão já aparece em Keynes no *Treatise on Money*: “*We must now devote ourselves to the analysis of the factors which tend to bring about changes in the value of money and their mode of operation. For this purpose it is necessary to make yet a further classification cutting, to a certain extent, across our division of the total quantity of money into the income deposits, the business deposits and the saving deposits – namely a division between the deposits used for the purposes of industry, which we shall call the industrial circulation, and those used for the purposes of finance, which we shall call the financial circulation*”. Keynes (1930: p. 217).

¹¹⁸ - Segundo Costa (1994: p.98), uma leitura não-ortodoxa do capítulo 17 da Teoria Geral de Keynes é fundamental porque nele está a unificação da teoria do investimento enquanto escolha de formas alternativas de retenção da riqueza.

¹¹⁹ - Cardim de Carvalho (1992) opta por tratamento mais direto, no qual os retornos q, c e l são taxas derivadas de retornos expressos em dinheiro. Para ele, a taxa própria de retorno monetário de um ativo é: $a + q - c + l = (EP - CP) + Q - C + L / CP$, sendo EP o preço esperado e CP o *current price* do ativo.

Desse modo, a preferência pela liquidez acaba sendo refletida em termos de um *trade off* entre retornos esperados ($a + q - c$) e o prêmio pela liquidez (l), o que pode causar substituições na estrutura de demanda por ativos.¹²⁰ Assim, a rentabilidade esperada e o prêmio de liquidez são os atributos fundamentais na determinação do preço de demanda de qualquer ativo.

Em exemplo, se aumentar a preferência pela liquidez dos tomadores de títulos de dívida pública, seja por motivos precaucionais ou especulativos, o público procurará se desfazer de títulos de prazos mais longos. Se o gestor da dívida pública não vier a adquirir esses títulos, o resultado será sancionar essa preferência via elevação nas taxas de juros de longo prazo ou via encurtamento dos prazos de papéis. Assim, mudanças no desejo de reter o estoque de ativos financeiros podem determinar fortes alterações nas taxas de juros e nos prazos dos títulos. No caso de se sancionar a preferência pela liquidez dos tomadores, as taxas de juros pagas para títulos de prazos maiores aumentarão ou os prazos dos novos títulos terão que ser reduzidos.

Assim, a importância da liquidez na determinação do preço de ativos é fundamental em Keynes.¹²¹ Todavia, a chamada preferência pela liquidez keynesiana é muitas vezes entendida equivocadamente como sendo exclusivamente demanda por dinheiro. É importante ter claro que os demais ativos possuem também graus diferentes de liquidez, ou seja, o prêmio de liquidez é um atributo de todos os ativos, sendo apenas distribuído em intensidades diferentes entre eles.

Basta examinar a segunda nota de rodapé do capítulo 13 da Teoria Geral para esclarecer a visão de Keynes a respeito do assunto:

¹²⁰ - Cardim de Carvalho (2000: p. 56).

¹²¹ - Segundo Cardim de Carvalho (1991), no Tratado sobre a Reforma Monetária de 1923 de Keynes, a moeda ainda aparece como fundamentalmente neutra. Entretanto, no Tratado sobre a Moeda de 1930, apesar de ainda render homenagens a Teoria Quantitativa da Moeda, ele já começa a ver a moeda como algo mais do que um mero meio para circulação da renda, quando estabelece a separação entre circuito industrial e circuito financeiro. Contudo, essa questão só será inteiramente explicitada na Teoria Geral de 1936.

“(...) podemos traçar a linha entre dinheiro e dívidas em qualquer ponto que melhor convier ao estudo de determinado problema. Podemos, por exemplo, considerar moeda qualquer comando sobre poder geral de compra do qual o possuidor não aliena por um período inferior a três meses, e como dívida o que se pode recuperar em períodos mais longos. Em vez de três meses, podemos também estabelecer um mês, três dias ou três horas ou outro período (...). É muitas vezes conveniente na prática incluir como moeda os depósitos a prazo nos bancos e, ocasionalmente, mesmo certos instrumentos de crédito como, por exemplo, as Letras do Tesouro”.¹²²

Segundo Davidson (1978), a liquidez de um ativo varia em função da existência de mercados bem organizados. De acordo com ele, os ativos, a partir do seu grau de liquidez, podem ser classificados em três categorias, a saber: a) ativos plenamente líquidos; b) ativos líquidos; e c) ativos não líquidos. No primeiro caso inclui-se a moeda ou ativos que podem ser imediatamente convertidos em moeda legal em um mercado à vista, os chamados substitutos perfeitos da moeda. O segundo tipo de ativos são aqueles que podem contar com um mercado secundário organizado e permanente e que permita ao detentor realizar uma revenda, a um preço diferente da primeira transação. O terceiro tipo de ativos são aqueles que não contam com um mercado bem ordenado. É o caso da maioria dos mercados de ativos físicos que não contam com mercados contínuos e ordenados, e que quando existem, são pequenos e precariamente organizados.

De acordo com Minsky (1986), os ativos financeiros nada mais são do que obrigações a se pagar a alguém em dinheiro, depois de decorrido algum período de tempo. De acordo com esse período de tempo, ele estabelece a seguinte taxonomia: a) *contingent contracts*, que são aqueles condicionados à ocorrência de algum evento; b) *demand contracts*, isto é, contratos sem data pré-definida; c) *dated contracts*, que são ativos com prazos de vencimento definidos em contrato. Esses últimos são os que mais nos interessam nesse trabalho, pois aqui se enquadram os títulos públicos.

¹²² - Keynes (1996: p. 174).

A maior importância dos ativos financeiros, em detrimento aos ativos instrumentais, no processo de gestão da riqueza nas economias atuais, ocorre em um ambiente de incerteza, típico do sistema capitalista, o qual não pode ser reduzido a um cálculo probabilístico, e no qual o passado não serve de referência para o futuro.¹²³ Assim, qualquer avaliação de um agente sobre o futuro está diretamente relacionada ao grau de confiança que este possui em suas próprias previsões.

As fontes de incerteza envolvidas num contrato financeiro são variadas. Podemos classificá-las em três tipos:¹²⁴ a) risco de crédito ou risco de default, isto é, a possibilidade do devedor vir a não honrar com seus compromissos; b) risco de mercado, que é aquele que decorre do comportamento de variáveis que afetam o rendimento do ativo, como os índices de preços, a taxa de juros e a taxa de câmbio; c) risco de liquidez, ou seja, a possibilidade de não se converter o ativo em moeda legal quando desejado ou então a possibilidade de não se conseguir negociar o ativo com terceiros.¹²⁵

Em um ambiente de crescente incerteza, os investidores tendem a exigir proteção, demandando ou ativos de prazos mais curtos ou ativos indexados. A opção por ativos de prazos mais curtos justifica-se pela redução da incerteza sobre os rendimentos a serem obtidos, pois quanto menor for o espaço de tempo, maior será o grau de confiança dos investidores em suas avaliações sobre o futuro. Outra estratégia possível de proteção é demandar ativos que possuam cláusulas de indexação, ou seja, que utilizem algum parâmetro externo que reajuste os valores contratuais. Esse parâmetro pode ser a variação de algum índice de preço pré-estabelecido ou até mesmo a taxa de juros de referência ou ainda a taxa de câmbio.

¹²³ - Ver Davidson (1978) e a noção de contexto não ergódico.

¹²⁴ - Apesar de termos clareza da distinção que se faz entre os conceitos de risco e de incerteza, estamos usando a terminologia risco, pois é aquela que é mais comumente usada nas análises financeiras.

¹²⁵ - Nos processos de arbitragem também se torna relevante o conceito de risco-país, que mede o grau de risco que cada país representa para o investidor estrangeiro. Em termos técnicos, o risco país é a sobretaxa que se paga em relação à rentabilidade garantida pelos bônus do Tesouro dos Estados Unidos, país considerado o mais solvente do mundo, ou seja, o de menor risco para um aplicador não receber o dinheiro investido.

O debate nos países centrais¹²⁶ sobre a utilização de indexadores em contratos financeiros surgiu no final dos anos sessenta e início dos setenta quando os países centrais, como vimos no capítulo anterior, começaram a registrar taxas de inflação ascendentes. Desse debate, a indexação aflorou como um possível instrumento que poderia proporcionar a essas economias uma série de benefícios no que tange à convivência da sociedade com taxas de inflação mais elevadas.

Uma elevada taxa de inflação¹²⁷ afeta diretamente o sistema contratual da economia. Diante de uma forte elevação do nível geral de preços e a rápida e conseqüente depreciação do valor da moeda, os contratos nominais de prazos mais dilatados, e sem o uso de indexadores, se tornariam impraticáveis. Desse modo, o principal objetivo da utilização da indexação passaria a ser tentar atenuar o aumento da incerteza gerado pela aceleração inflacionária, preservando a continuidade do sistema contratual na economia.

Entretanto, em países periféricos, no qual predomina ainda mais a incerteza, devido à maior instabilidade de suas economias,¹²⁸ os agentes econômicos possuem, em geral, um grau muito menor de confiança nas suas avaliações sobre o futuro. Se nesses países houver a ocorrência de processos inflacionários, a incerteza aumenta ainda mais,¹²⁹ fazendo com que os

¹²⁶ - Ver Eagly (1967), Sarnat (1973), Fischer (1975), Patinkin (1976), Levhari e Liviatan (1976), Bhattacharya (1979) e Dornbusch e Simonsen (1986).

¹²⁷ - “Um ‘regime de alta inflação’ é definido como uma situação onde os distúrbios causados pela inflação não podem ser absorvidos a não ser que práticas e instituições contratuais sejam aperfeiçoados de modo a compensar, ainda que no sentido formal, os agentes econômicos pelas perdas inflacionárias. Inflação é tão alta e persistente que a recuperação de perdas inflacionárias torna-se o mais importante objetivo de todos os agentes na economia. Regras e instrumentos institucionais têm que ser criados para organizar essas reivindicações competitivas entre os agentes por compensação de renda. Algumas formas de contratos indexados à inflação passada se generalizam, garantindo a cada grupo que alguma compensação será paga, ex post facto, em uma data pré-determinada, pelas perdas sofridas”. Feijó & Carvalho apud Paula (1997: p. 42)

¹²⁸ - Uma proxy da maior instabilidade das economias periféricas pode ser expressa na razoável volatilidade de variáveis básicas como preços, taxas de juros ou taxa de câmbio (quando esta é flutuante).

¹²⁹ - O processo inflacionário eleva o grau de incerteza em uma economia, na medida em que a imprevisibilidade sobre a trajetória futura dos preços passa a ser em si uma fonte geradora de incertezas na economia, pois instabiliza o nível geral da atividade econômica e o financiamento de longo prazo, ao passo que favorece, em contrapartida, as iniciativas de caráter especulativo. Paula (1997: p. 41)

agentes passem a demandar ou ativos que sejam indexados, ou seja, que utilizem algum parâmetro externo que reajuste automaticamente os valores contratuais, ou então passem a exigir uma redução dos prazos contratuais, a fim de que possam reduzir a taxa de incerteza sobre os rendimentos a serem auferidos, pois quanto menor for o espaço de tempo, maior será o grau de confiança nas previsões inflacionárias, decorrendo assim em uma maior preferência pela liquidez.

Os principais argumentos¹³⁰ favoráveis à utilização da indexação são: a) proteger os pequenos poupadores, haja vista que esses, devido a sua condição social, teriam menores possibilidades de alteração e diversificação de portfólio; b) atenuar os efeitos de um processo de redistribuição de renda, dada a decomposição do poder de compra imposta pela aceleração inflacionária; c) reduzir o risco inflacionário, estimulando a formação de contratos financeiros, dado que com a indexação à inflação, a mesma seria sempre repassada ao contrato; d) permitir o estabelecimento de contratos de longo prazo, preservando o processo de financiamento a prazos mais dilatados; e) evitar o desencadeamento de um processo de desintermediação financeira, permitindo a continuidade das operações de crédito.¹³¹

Embora a idéia de sua utilização seja servir de mecanismo de defesa frente à elevada incerteza gerada pela aceleração inflacionária, a indexação não elimina por completo o risco inflacionário, uma vez que não há indexação perfeita, dado que o limite de tempo necessário para o reajuste de um contrato indexado é determinado pela frequência com que estão disponíveis os índices de preços e a forma como estes são apurados. E quando a inflação atinge níveis muito elevados, esse interregno passa a ser bastante relevante, podendo estimular o surgimento de contratos indexados pelo mercado de ativos (juros e câmbio).

Por apresentarem benefícios, os primeiros contratos com cláusulas de indexação deveriam surgir então espontaneamente, ou seja, os próprios agentes econômicos acabariam por desenvolver mecanismos de indexação contratual.¹³² Porém, os contratos financeiros

¹³⁰ - Ver os trabalhos de Fischer in Dornbusch e Simonsen (1986: p. 223/266) e Sarnat (1973: p. 836/845)

¹³¹ - O trabalho de Minella (1995) sistematiza e explora esses argumentos.

¹³² - Fernandes (1999: p. 32).

indexados a índices de preços acabaram não proliferando nos países centrais.¹³³ Os ambientes de inflação moderada, como o dos países desenvolvidos, têm uma necessidade mais reduzida de utilização de indexadores quando comparados a países periféricos. Além disso, não obstante o fato da indexação permitir mais facilmente o estabelecimento de contratos de prazos mais dilatados, em um cenário de maior incerteza gerada pela aceleração inflacionária, ela introduz riscos ao devedor, dado que assumir um passivo indexado representa para o devedor assumir um compromisso de entrega de uma quantidade de moeda incerta, ou seja, ter que honrar um compromisso de valor desconhecido. Implica assim num processo de assumir para si toda a carga de incerteza, e isentar, ao máximo possível, o credor dela. O agente emissor do ativo, ao atrelar a remuneração desse ativo a um índice de valor futuro desconhecido, atrela seu passivo ao comportamento incerto do parâmetro utilizado, tornando-se vulnerável à evolução do indexador. Tais características afastaram os devedores dos **países centrais** da utilização de contratos indexados, incluindo não só o setor privado, mas também o próprio setor público.¹³⁴ **Todavia, como veremos em detalhes no próximo capítulo, no Brasil a história seria bastante distinta. A indexação não só não apareceria espontaneamente, como, ao contrário, ela seria introduzida e teria seu uso estimulado pelo próprio Estado como elemento capaz de neutralizar as consequências não desejadas trazidas pela inflação.**

A utilização de outros parâmetros de correção de valores contratuais que não índices de preços apresenta ainda outros problemas. A indexação a taxas de juros ou a taxa de câmbio, ao liberar o credor do chamado risco de mercado, transfere para o devedor a incerteza sobre o custo financeiro de seu passivo. Quando se trata de um devedor privado, o uso desse tipo de indexador eleva o grau de incerteza, haja vista o mesmo ficar exposto as nuances da política econômica do governo. Contudo, quando o devedor é o próprio setor público, esse passa a ter o custo de sua dívida atrelado às suas próprias ações de política econômica. Quando essa

¹³³ - As primeiras emissões de títulos de dívida americana indexados a preços ocorreram somente a partir de 1997. Apesar do crescimento gradativo que vem apresentando nesses últimos anos, seu percentual é ainda pouco expressivo. Ver anexo 3.

¹³⁴ - Minella (1995).

dívida é significativa, a “autonomia” da própria política econômica do governo passa a ficar comprometida, quando certas medidas de política podem tornar a dívida pública explosiva.

2.2.2 – SELEÇÃO DE ATIVOS FINANCEIROS INDEXADOS E DE CURTO PRAZO

No processo de gestão da riqueza financeira e na busca por ganhos reais, existem, como vimos, duas possibilidades para os agentes tentarem reduzir a incerteza sobre os valores reais dos contratos em ambientes de alta inflação:¹³⁵ a demanda por contratos indexados ou o encurtamento dos prazos de vencimento.

A opção por contratos de prazos de vencimento mais curtos, possibilita a redução da incerteza sobre os rendimentos a serem obtidos, pois, como já mencionado, quanto menor for o intervalo de tempo, menor é a incerteza envolvida, não só pelo maior grau de confiança dos investidores em suas avaliações sobre o futuro, mas também pela possibilidade de poderem rever suas decisões de acordo com as mudanças do cenário econômico. Além disso, contratos com prazos de vencimento menores, e remunerados a taxas de juros prefixadas, 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.

Já o uso de contratos indexados, dada a utilização de valores pós-fixados, permite a redução da incerteza sobre o valor real, reduzindo o risco de mercado para o credor, dado que com a indexação à inflação, por exemplo, a mesma seria sempre repassada ao contrato. Para o devedor, o uso de contratos indexados também possibilita o estabelecimento de contratos de prazos mais longos, preservando o processo de financiamento a prazos mais dilatados.

De qualquer forma, emitindo tanto uma obrigação indexada de vencimento mais extenso, como uma não indexada de curto prazo, o agente devedor está assumindo uma posição mais arriscada. No primeiro caso, por estar dependente da evolução do indexador e,

¹³⁵ - “Em um mundo de incerteza, no qual a produção envolve tempo, a existência de contratos em moeda permite dividir o ônus das incertezas entre as partes contratantes quando os recursos são destinados a produzir um fluxo de bens para serem entregues em uma data estabelecida no futuro”. (Davidson, 1978: 149)

portanto, a rigor não saber exatamente o quanto irá ter que pagar ao credor na data de vencimento. No segundo caso, devido à necessidade de um processo de freqüente rolagem da dívida, que traz consigo o inconveniente de ter de recontratar a prazos curtos de tempo a mesma dívida, ficando dependente das condições vigentes no momento da renovação, no que tange tanto à disposição dos credores de renovar o contrato, tanto às condições de prazos e taxa de juros a serem exigidas pelo credor no momento dessa renovação.

Contudo, diante de um contexto de alta inflação e de crescente instabilidade macroeconômica, com a exacerbação da incerteza pelo sistema econômico, o encurtamento dos prazos acaba por se dar também nos próprios contratos indexados, dado que o estreitamento dos prazos permite reduzir a incerteza dos agentes demandantes. Desse modo, a alteração do perfil contratual demandado, em situações limites, não caminha exclusivamente no sentido da indexação de parcela dos contratos, mas também simultaneamente para o encurtamento dos prazos contratuais.¹³⁶

Assim, se o próprio processo de encurtamento de prazos ocorre também nos contratos pós-fixados, sua utilização acaba se sobrepondo ao uso de contratos prefixados, mesmo aqueles de curtíssimo prazo, dado que os agentes acabam preferindo optar por papéis, ao mesmo tempo indexados e de prazo curto, o que lhes oferecem assim uma dupla garantia.

Nesse caso, o risco para o devedor em contratos desse tipo é extremo. Em tal situação, as instituições financeiras se recusam a assumir passivos indexados, a não ser que possam casá-los (hedge) com ativos também pós-fixados. E é nesse momento que o papel do Estado, no uso da indexação, assume importância fundamental. Primeiramente por seu papel de regulador da utilização da indexação nos contratos, mas, e principalmente, por ser ele próprio emissor dessas obrigações, assumindo para si todo o ônus do processo.

¹³⁶ - Para Minella (1995: p. 112 e 113), o maior peso da preferência pela liquidez dos agentes faz com que o perfil contratual tenda a se concentrar em prazos cada vez mais curtos. Para ele, até mesmo contratos indexados não ficam livres desse processo de redução dos prazos, o que, no limite, leva à necessidade da utilização de indexadores diários.

Desse modo, diante da possibilidade de uma redução do valor real do seu estoque de riqueza, os agentes tendem, ex-ante, a concentrar seus recursos em ativos que proporcionem proteção contra as elevadas taxas de inflação e que simultaneamente ofereçam um alto prêmio de liquidez com rendimento real positivo. Ex-post, mesmo quando eventualmente esse rendimento real positivo não se registra, a ilusão monetária se encarrega de manter os agentes nessa forma de riqueza.

Assim, do ponto de vista do perfil dos haveres financeiros, diante de um cenário de preferência extremada por liquidez, típico de situações de elevada inflação, acaba-se produzindo uma corrida generalizada por ativos financeiros indexados e de curto prazo, dada as expectativas dos agentes.

O resultado é a concentração da riqueza financeira em ativos de alta liquidez, com baixo risco de crédito e que, simultaneamente, proporcionem, ex-ante, proteção contra as elevadas taxas de inflação e algum ganho real. Dentro desse perfil de demanda, os títulos de dívida pública acabaram sendo, no Brasil, justamente esse ativo, como veremos nos capítulos seguintes desse trabalho.

2.3 - ESTRATÉGIAS DE GERENCIAMENTO DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA

Os papéis de dívida pública, enquanto ativos financeiros, têm na rentabilidade esperada e no seu grau de liquidez seus atributos fundamentais. Assim, as estratégias de gestão da dívida pública mobiliária acabam sendo derivadas da capacidade dos gestores em combinar esses dois aspectos chaves do estoque de dívida, o seu prazo e sua forma de remuneração nos leilões de títulos e em suas operações de mercado aberto.¹³⁷ Considerando esses atributos, o

¹³⁷ - Operações de mercado aberto são operações de compra e venda de títulos públicos com o objetivo de regular a liquidez da economia. Essas operações podem ser definitivas ou compromissadas. Operações compromissadas são operações de compra ou venda de títulos com compromisso de revenda ou recompra em data futura, anterior ou igual à data de vencimento dos títulos. Já as operações definitivas são operações de compra ou venda final de títulos, sem compromisso de revenda ou de recompra.

gestor da dívida tem a sua disposição algumas possíveis combinações de prazos e formas de remuneração para administrar o estoque de dívida mobiliária que são apresentadas no quadro abaixo.

Quadro 2.1 – Estratégias de Gerenciamento da Dívida Pública Mobiliária

REMUNERAÇÃO PRAZO	PÓS-FIXADA MERCADO DE ATIVOS*	PÓS-FIXADA MERCADO DE BENS**	PREFIXADA
CURTO PRAZO	Pior tipo de perfil de dívida	Escolha de dívida curta indexada a índices de preços	Escolha de dívida curta prefixada
LONGO PRAZO	Escolha de dívida longa pós-fixada a juros ou a câmbio	Escolha de dívida longa pós-fixada a índices de preços	Melhor tipo de perfil de dívida

* remuneração atrelada à taxa de juros de referência e/ou à taxa de câmbio.

** remuneração atrelada à taxa de inflação.

Fonte: Adaptado de Fernandes e Turolla (2005).

Uma das estratégias de gerenciamento possíveis é promover alongamentos nos prazos dos títulos em função de um maior grau de indexação. Essa possibilidade se divide em duas: i) alongar a dívida em função de uma maior participação de títulos indexados a índices de preços no estoque total da dívida pública, ou ii) obter esse alongamento à custa de uma maior participação de títulos indexados ao mercado de ativos (câmbio ou juros), sendo essa segunda opção, como já discutido anteriormente, nitidamente pior do que a primeira.

Outra estratégia é não recorrer ao uso de títulos de dívida pública indexados, tendo que, contudo, promover um processo de redução do prazo médio da dívida, a fim de elevar a participação de papéis prefixados no estoque total da dívida.

Uma outra possibilidade é promover alterações em ambos os atributos, reduzindo prazos e, ao mesmo tempo, indexando a dívida a índices de preços, numa forma de gestão mais adversa por tornar ainda mais custosa a rolagem da dívida, dado que a mesma necessitará ser rolada em intervalos cada vez mais curtos de tempo, estando simultaneamente sujeita às flutuações de preços no mercado de bens. Se a dívida for curta e essencialmente indexada à variação de preços no mercado de ativos, então teremos o pior tipo de estratégia, numa combinação explosiva, já que, além da necessidade de ser rolada em intervalos bastante curtos de tempo, as variáveis taxa de câmbio e taxa de juros, em países periféricos, são significativamente mais voláteis do que nos países centrais, como nos revela a realidade dos dados. Além disso, um estoque elevado de títulos pós-fixados pelo mercado de ativos acaba por exercer condicionamentos à própria execução da política macroeconômica.

A outra opção possível seria alongar o prazo médio da dívida, simultaneamente com a expansão do estoque da parcela prefixada, sendo esta a melhor estratégia de gestão de dívida, dado que resulta no melhor tipo de perfil de dívida. Entretanto, autores como Eichengreen e Hausmann (1999), afirmam que tal opção torna-se impraticável em países acometidos pelo pecado original,¹³⁸ justamente pelos elevados retornos exigidos pelo mercado, em especial diante de crises de confiança que abalam os chamados países emergentes.¹³⁹

Assim, a estratégia de gestão da dívida pública mobiliária estaria, portanto, sujeita a um *trade-off* entre um melhor perfil de remuneração (maior participação de papéis prefixados) e maior prazo médio, a um dado preço. Como títulos públicos prefixados de prazos mais

¹³⁸ - O termo pecado original é uma expressão que surgiu pela primeira vez na literatura econômica durante os anos noventa. Ele é definido por Eichengreen, Hausmann e Panizza (2003) como sendo *"the inability of a country to borrow abroad in its own currency"*. A questão central por trás de tal expressão é evidenciar que os agentes econômicos de tais países, por não serem capazes de obter empréstimos externos em sua própria moeda, com taxas de juros fixas e por prazos mais longos, sejam governos ou empresas privadas, acabam ficando presos a duas possibilidades: i) obter empréstimos em sua própria moeda, no mercado doméstico, com taxas pós-fixadas e a prazos bastante curtos, ou ii) tomar empréstimos com prazos mais dilatados e a taxas prefixadas, mas em moeda estrangeira.

¹³⁹ - Para autores como Arida, Bacha e Resende (2004), esta última opção só seria possível em países que apresentam uma boa estrutura jurisdicional. Para esses autores, a questão se resume na chamada incerteza jurisdicional, a qual estaria por trás, por exemplo, da teoria do pecado original de Eichengreen, Hausmann e Panizza (2002).

longos tendem a apresentar um grau maior de incerteza, os agentes tomadores de títulos, para atenuar o chamado risco de mercado, dadas as possíveis alterações que possam ocorrer nos níveis de preços, tendem a demandar títulos prefixados de curto prazo, ou títulos de maior prazo, porém indexados a algum parâmetro externo, seja a índices de preços, taxa de câmbio ou taxas de juros.

Dessa forma, quando uma economia, por exemplo, se defronta com uma maior taxa de inflação e conseqüentemente com um maior grau de incerteza, a redução de prazos em papéis de dívida pública prefixados passa a ser demandada pelos agentes tomadores, dado que com prazos mais curtos os agentes têm a possibilidade de rever suas decisões de acordo com as mudanças do cenário econômico. A emissão de papéis de prazos mais curtos deveriam, portanto, projetar remunerações menores, dada a redução da incerteza possibilitada por esses papéis mais curtos, incumbindo, entretanto, ao devedor a necessidade de refinanciá-los seguidamente. Outra possibilidade para reduzir a incerteza sobre o futuro dos agentes tomadores poderia ser a negociação com títulos públicos indexados, os quais apresentam proteção contra oscilações imprevistas nos índices de preço ou nas taxas de juros ou ainda na taxa de câmbio.¹⁴⁰

Problemas maiores surgem, contudo, quando os investidores passam a demandar os dois atributos simultaneamente, ou seja, papéis indexados a alguma dessas variáveis, que lhes dêem garantias de preservação de sua riqueza, com prazos curtos de vencimento. Na verdade, o problema maior decorre quando o devedor, nesse caso o Estado, passa a sancionar essa demanda, como ocorreu com os gestores da dívida pública brasileira, já que, como ressaltado por Minsky (1986), o que é ativo para um é passivo para o outro e, portanto, a obrigação emitida pelo devedor necessita possuir coerência não somente com as preferências dos credores, mas também com as do próprio devedor.

Com o processo de encurtamento dos prazos contratuais, - na presença de um elevado estoque de papéis pós-fixados - o papel da indexação se transforma radicalmente. De

¹⁴⁰ - Paula (1997).

garantidor de contratos de longo prazo, a sua função passa a ser garantir operações de curto ou até mesmo de curtíssimo prazo. Essa redução dos prazos contratuais decorre da necessidade de se satisfazer aos interesses rentistas dos agentes, dada a própria necessidade do Estado por novos financiamentos e/ou da simples necessidade da rolagem da dívida pré-existente.

É nesse cenário de expansão do capital fictício, dadas as estratégias de seleção de ativos por parte dos investidores em ambientes de incerteza e da capacidade dos gestores em combinar prazos e formas de remuneração de seus papéis representativos de dívida, é que, no capítulo seguinte, passaremos a analisar a gestão da dívida pública mobiliária no Brasil, em sua parcela doméstica, de 1964 até 1989. A idéia é demonstrar que, diante da instabilidade de preços, a dívida mobiliária interna pública no Brasil já “nasceria” totalmente indexada e, com o decorrer dos anos, novas reformas e mecanismos institucionais de dívida pública seriam desenvolvidos, aprofundando ainda mais esse processo que tem na utilização da indexação seu aspecto mais recorrente. A idéia é discutir as idiossincrasias do endividamento mobiliário brasileiro e a conseqüente ampliação do circuito de valorização financeira da riqueza em nossa economia, via títulos de dívida pública doméstica.

III – A GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA INTERNA NO BRASIL (1964-1989): DA INDEXAÇÃO A PREÇOS À INDEXAÇÃO A ATIVOS

3.1 – INTRODUÇÃO

No início dos anos sessenta, a avaliação governamental era que o quadro institucional financeiro era nitidamente adverso ao desenvolvimento e ao crescimento econômico brasileiro. A estrutura de financiamento se mostrava inadequada para fazer frente às necessidades de expansão dos novos setores da economia, o que já havia ficado evidente no período compreendido pelo Governo Juscelino Kubitschek.¹⁴¹ A pequena importância das emissões de papéis de dívida pública, o baixo volume de debêntures, e a pequena captação de recursos pelas bolsas de valores, evidenciavam as dificuldades em se captar voluntariamente as poupanças privadas.¹⁴²

Se o Plano de Metas¹⁴³ do Governo JK foi capaz de promover uma importante transformação estrutural da economia brasileira, superando algumas das contradições presentes no processo de crescimento econômico do país, acabou ao mesmo tempo engendrando outras, já que não conseguiu promover todas as transformações necessárias à constituição de uma estrutura econômica articulada, em especial pela inadequação de sua própria estrutura de financiamento.¹⁴⁴ O financiamento dos gastos públicos, essenciais para o cumprimento das metas do Plano, foi obtido essencialmente por emissões monetárias e empréstimos externos e, por isso mesmo, não podia ser mantido por prazo indeterminado.

¹⁴¹ - Uma discussão sobre a estrutura de financiamento prevalecente antes das reformas do PAEG, e suas origens ligadas às necessidades do complexo cafeeiro, pode ser encontrada em Tavares (1977) e Mello (1982).

¹⁴² - Andrezo e Lima (2002: p. 25).

¹⁴³ - Sobre o Plano de Metas ver Lessa (1983).

¹⁴⁴ - Para maiores detalhes ver Tavares (1977).

O setor público brasileiro possuía até então uma pequena base de arrecadação, centrada, basicamente, em impostos sobre importações, sobre o consumo e no imposto de renda, o que dificultava a ampliação de suas atividades.¹⁴⁵ Além dessas fontes fiscais, o governo dispunha ainda de duas outras fontes alternativas para financiar as suas despesas: a emissão de moeda e a emissão de títulos de dívida. Entretanto, apenas a primeira alternativa seria largamente utilizada como forma adicional de financiamento, gerando instabilidade monetária e criando problemas adicionais à existência de um horizonte de cálculo mais dilatado para os agentes econômicos.¹⁴⁶ A segunda alternativa representaria, contudo, uma fonte de financiamento em termos relativos muito pouco significativa, dada a vigência da lei da usura e a própria natureza da arrecadação do Estado, que tornavam essa alternativa de financiamento praticamente inexistente. O país não possuía um mercado de capitais consolidado e nem dispunha ainda de um mercado de títulos de dívida pública desenvolvido.¹⁴⁷

Vinha se arrastando por muitos anos o projeto que propunha a reorganização do sistema financeiro, com o intuito de que este pudesse acompanhar as mudanças em curso no país. Muitos debates ocorreram na época a respeito das reformas¹⁴⁸ que se colocariam em ação, entretanto, a necessidade de reformar o sistema era imperativa. O governo militar, diante da forma com que ocorriam as ações de política monetária, principalmente nos anos imediatamente anteriores, sentia a necessidade de estabelecer as transformações necessárias o quanto antes, diante da iminência inflacionária, do descontrole fiscal e da estagnação econômica.

¹⁴⁵ - De acordo com os anexos estatísticos presentes em Abreu (1990), no ano de 1958, por exemplo, os impostos sobre as importações representaram 11% da receita total do setor público, o imposto sobre o consumo 33,5% e o imposto de renda outros 27%.

¹⁴⁶ - Almeida Filho (1994).

¹⁴⁷ - Fernandes (2009: p. 34).

¹⁴⁸ - Para uma avaliação dos princípios que embasaram as reformas financeiras implementadas no período inicial do regime militar brasileiro ver, entre outros, Tavares (1983) e Almeida (1994).

Dessa maneira, as reformas começaram a se suceder, estabelecendo novas bases para viabilizar o desdobramento das funções financeiras. Tais reformas seriam embasadas nas seguintes leis: a) Lei nº 4.357 de 16/07/64, que criou as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional; b) Lei nº 4.380 de 21/08/64, que criou o Banco Nacional de Habitação (BNH) e institucionalizou a correção monetária nos contratos imobiliários; c) Lei nº 4.595 de 31/12/64, que se constituiu na reforma bancária, transformando a SUMOC e seu Conselho em, respectivamente, Banco Central do Brasil (BCB) e Conselho Monetário Nacional (CMN)¹⁴⁹ e; d) Lei nº 4.728 de 14/07/65, que promoveu uma ampla reforma no mercado de capitais.

Com estas novas leis, o sistema financeiro nacional ganhou uma maior diversificação, tanto de instituições como de ativos financeiros,¹⁵⁰ e o governo passou a contar com uma nova fonte de financiamento público sem ter que recorrer exclusivamente às receitas de senhoriação.

Nota-se assim, que o cenário de instabilidade monetária e a necessidade de obter uma fonte alternativa de financiamento para as crescentes despesas do Estado estão na origem do processo de formação da dívida pública mobiliária doméstica brasileira em seu nascimento nos anos sessenta, mas que, como veremos adiante, com o passar dos anos, assumiria um caráter financeirizado.

¹⁴⁹ - Além disso, com o CMN encarregado de ditar as normas do sistema e o BCB encarregado de ser o órgão responsável pela execução destas normas, pela emissão de moeda e pela regulamentação e fiscalização do sistema financeiro, passou a existir dentro do próprio governo um compasso entre as medidas de política monetária e creditícia, bem como um melhor reordenamento nas tomadas de decisão que partiam das autoridades. O Banco do Brasil tornou-se subordinado à supervisão do CMN e teve seu poder como autoridade monetária em parte cerceado. De qualquer maneira, o Banco do Brasil continuou a ter tratamento especial, diferente das demais instituições, devido à ligação que mantinha com o Banco Central do Brasil, através da conhecida conta-movimento, que só seria interrompida em Janeiro de 1986.

¹⁵⁰ - A diversificação do sistema financeiro não normativo permitiu a especialização do setor. As financeiras passavam a canalizar recursos para aquisição de bens duráveis; os bancos comerciais destinavam financiamento de capital de giro às empresas; sociedades de crédito imobiliário, via caderneta de poupança, destinavam recursos para a aquisição da casa própria; os bancos de investimento atendiam a demanda de recursos de longo prazo; e o mercado de ações tornava dinâmico o processo de centralização e canalização de recursos para a capitalização de empresas.

Tabela 3.1 – Despesas e Saldo Orçamentário do Tesouro: 1956-1960
(em bilhões de cruzeiros correntes)

Execução Orçamentária			
Anos	Receitas	Despesas	Saldo Orçamentário
1956	74,1	107,0	-33,0
1957	85,8	118,7	-32,9
1958	117,8	148,5	-30,7
1959	157,8	184,3	-26,4
1960	233,0	264,6	-31,6

Fonte: Relatórios do Banco do Brasil in Orenstein & Sochaczewski (1990).

Para evidenciarmos a trajetória dessa dívida e o desenvolvimento de mecanismos institucionais que, ao longo dos anos, transformariam os papéis emitidos pelo Estado brasileiro em um poderoso instrumento do processo de valorização financeira do capital em nossa economia, dividimos o capítulo em seis seções, além dessa introdução. Na seção 2, falamos sobre o início singular do processo de endividamento mobiliário brasileiro, que se dá com a utilização de papéis indexados à variação de índices de preços. Na seção posterior, discutimos o aparecimento de papéis prefixados e o subsequente processo de redução do prazo médio da dívida, o qual ganharia força maior com a introdução das chamadas cartas de recompra, tema da seção 4. Na seção seguinte, passamos a analisar a origem da indexação ao câmbio no mercado de títulos de dívida pública brasileiro e sua intensificação no início dos anos oitenta com a crise da dívida externa. Na seção 6, analisamos os diversos casos de subindexação e a perda de credibilidade dos agentes na correção monetária, que conduziria à adoção da indexação a juros nos papéis de dívida pública interna. Finalmente, na última seção, tecemos considerações sobre a ampliação do circuito de valorização financeira em nossa economia, dada a intensificação do processo de valorização financeira da riqueza via títulos de dívida pública doméstica.

3.2 – O USO DA INDEXAÇÃO A ÍNDICES DE PREÇOS NA GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA INTERNA BRASILEIRA: A INTRODUÇÃO DA CORREÇÃO MONETÁRIA

O impulso para o desenvolvimento do mercado de títulos da dívida pública no Brasil foi dado pela criação das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN) que institucionalizou a correção monetária. Antes da criação das ORTN, o mercado de títulos públicos praticamente não existia, dado que, com a vigência da lei da usura¹⁵¹ e a aceleração inflacionária, os títulos públicos apresentavam baixa rentabilidade, associada a uma reduzida liquidez.¹⁵²

A dívida pública mobiliária brasileira era formada, até então, por um conjunto de papéis nominativos e não padronizados que possuíam baixa credibilidade e atratividade, formados em sua maioria por apólices e obrigações de dívida, demandados apenas nos casos em que a legislação impunha obrigatoriamente sua aquisição.¹⁵³

Até as reformas dos anos sessenta, o governo brasileiro emitia títulos de dívida interna com a finalidade de obter financiamento extraordinário para as suas ações de desenvolvimento, como a execução de programas de reaparelhamento de portos e ferrovias, elevação do potencial gerador de energia elétrica e promoção do desenvolvimento de indústrias básicas, entre outros, sendo que a maior parte deles era carregada de forma compulsória por instituições bancárias. Entretanto, durante o governo militar, com a finalidade de estabelecer uma padronização, bem como um melhor controle sobre sua dívida, foi operado um processo de consolidação da dívida pública, através dos Decretos-Lei nº 263 de

¹⁵¹ - O Decreto 22.626 de 1933, conhecido como Lei da Usura, proibia a prática de juros nominais superiores a 12% ao ano.

¹⁵² - Segundo Tavares (1983: p.107-108): “Frente a esta necessidade de “modernização” financeira, as elevadas taxas de inflação e as rigidezes institucionais, entre as quais a lei da usura, apareciam como obstáculo de primeira ordem, inibindo a criação e diversificação de instrumentos e títulos de dívida”.

¹⁵³ - Segundo Andrezo e Lima (2002: p. 25), “Como o país convivia com taxas de inflação elevadas, e os títulos da dívida governamental remuneravam à taxa nominal de 6% a 8% ao ano, sua aquisição voluntária era praticamente nula. Esses títulos eram geralmente colocados sob a forma de empréstimos compulsórios ou como alternativa aos recolhimentos obrigatórios dos bancos comerciais às autoridades monetárias”.

28/02/1967 e n.º 396 de 30/12/1968.¹⁵⁴ Esses decretos promoveram uma substituição de todas as antigas apólices de dívida federal interna, tornando público o processo de antecipação do vencimento das mesmas, bem como autorizando a realização de sua troca pelas novas ORTN até setembro de 1969.¹⁵⁵

A implantação da correção monetária tinha os seguintes objetivos: i) reajustar os contratos habitacionais; ii) racionalizar o sistema tributário (IRPF e IRPJ); iii) permitir a convivência da sociedade com taxas relativamente altas de inflação; iv) financiar, por via não monetária, os déficits públicos, obtendo recursos adicionais para a cobertura dos mesmos; e v) permitir o surgimento de uma demanda voluntária para os papéis do governo, dada a proteção do agente tomador contra a depreciação monetária ocasionada pela inflação.

A ORTN, regulamentada pela Lei n.º 4.357/64 e Decreto n.º 54.252/64, era um título público com vencimento entre 3 e 20 anos, inicialmente corrigido trimestralmente, ofertada através de leilões promovidos pelo Banco Central, com acesso exclusivo às instituições financeiras. Formalmente, a ORTN tinha o objetivo de criar condições para a expansão do mercado de títulos públicos federais como alternativa para financiamento dos déficits públicos e, gradativamente, promover o desenvolvimento das operações de mercado aberto. A própria Lei n.º 4.595 de 31/12/64 já especificava a necessidade da realização das operações de mercado aberto, autorizando o Banco Central do Brasil (BCB) a realizar operações de compra e venda de títulos públicos federais, com a finalidade de servir como instrumento de controle monetário.¹⁵⁶

¹⁵⁴ - Em 1957, durante o Governo Kubitschek, um processo semelhante já havia sido realizado, quando os gestores da dívida promoveram a permuta de todos os títulos emitidos no período entre 1902 e 1955 por novos. Sítio do Tesouro Nacional na Internet: www.tesouro.fazenda.gov.br

¹⁵⁵ - Fernandes (2009: p. 35)

¹⁵⁶ - A lei 4595/64 atribuía ao Banco Central do Brasil, em seu artigo 10, a faculdade de realizar operações de compra e venda de títulos como instrumento de política monetária. A lei complementar 12 de 08 de novembro de 1971 estendeu essa possibilidade também com títulos de emissão do próprio BCB, o qual, como veremos adiante, só veio a fazê-lo em 1986 com a emissão das Letras do Banco Central do Brasil (LBC).

Desse modo, com o objetivo de estimular a aquisição desses títulos, mesmo que este processo ainda fosse embrionário, os gestores da dívida pública se valeram desde o início de alguns expedientes que viessem a incentivar sua demanda como, por exemplo, a possibilidade de se utilizar as ORTN para pagamento de impostos da esfera federal, a obrigatoriedade do uso das ORTN na forma de contribuições para o antigo Fundo de Indenizações Trabalhistas¹⁵⁷ e a permissão de serem utilizadas para a composição parcial das reservas compulsórias dos bancos comerciais junto ao Banco Central do Brasil, entre outras medidas. Mais tarde, outro recurso utilizado pelo governo para incentivar a aquisição do papel foi a emissão de ORTN com prazo decorrido, ou seja, títulos que formalmente possuíam prazo de vencimento de 1 ano, por exemplo, mas que eram emitidos faltando apenas 15 ou 30 dias do vencimento, reduzindo o prazo de carregamento do título, tornando-o mais atrativo para o mercado.

Assim, gradualmente as ORTN foram conquistando a confiança do público. Com o mecanismo da correção monetária e a sistemática do prazo decorrido, estas passaram a se tornar atrativas, devido não só a sua rentabilidade, mas também por seu reduzido duration, diante da inexistência de alternativas.

Pouco depois de seu lançamento, seriam autorizadas as primeiras emissões de ORTN com prazo formal de vencimento de um ano, com o objetivo de serem utilizadas como instrumento de política monetária. **Estes novos papéis representariam outro marco no processo de gestão da DPMFi ao possibilitar ao tomador a opção por uma indexação atrelada a índices de preços ou uma indexação atrelada à taxa de câmbio.**

Na ausência de outro papel, essas ORTN de menor prazo foram gradualmente dominando o mercado, levando o prazo médio da dívida a cair consideravelmente, como se pode observar pela tabela 3.2. **A idéia de se utilizar a indexação como instrumento capaz de permitir o alongamento dos prazos, mostrou-se assim, logo de início, contraditória no Brasil, dada que a justificativa para o uso da indexação era permitir o alongamento dos prazos dos títulos e não o contrário.**

¹⁵⁷ - Artigo 2º da lei 4357/64, regulamentado pelo Decreto 54.252.

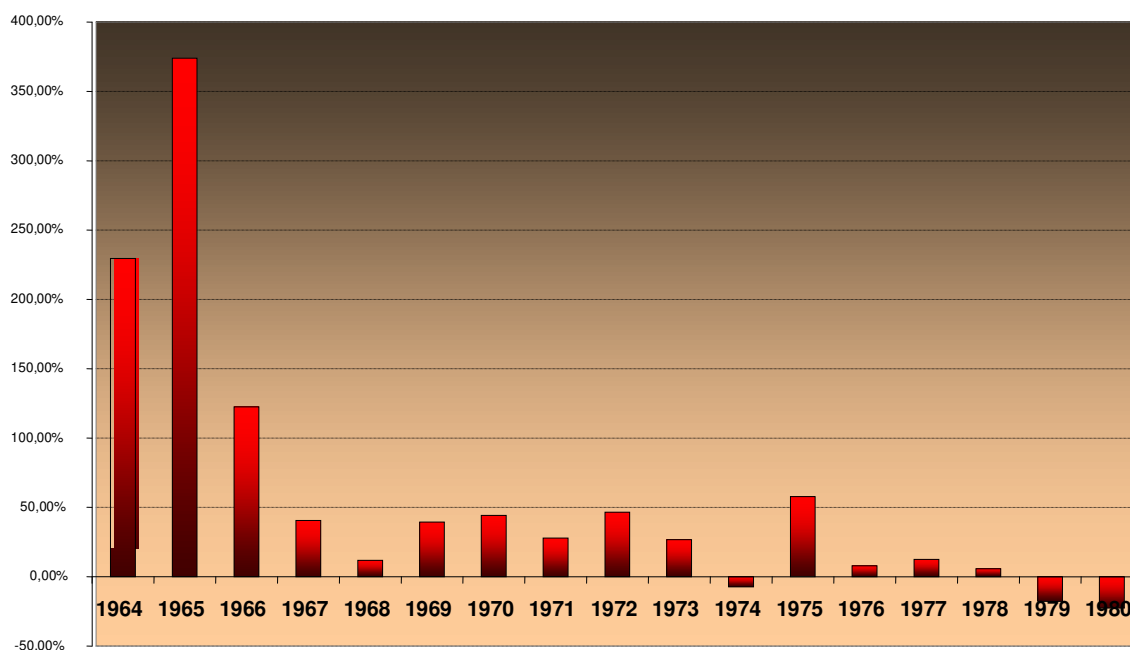
Tabela 3.2 – Prazo Médio das ORTN (1965-1969)

ANOS	1965	1966	1967	1968	1969
PRAZO MÉDIO	47m 09d	24m 12d	24m 21d	24m 12d	20m 09d

Fonte: Paula (1997) e Fernandes (1999).

3.3 – A UTILIZAÇÃO DE PREFIXADOS E O PROCESSO DE ENCURTAMENTO DOS PRAZOS

A dívida mobiliária interna federal experimentou, nesses primeiros anos, uma forte taxa de crescimento, devido não somente a uma base de referência bastante pequena, mas também pelo sucesso dos mecanismos de atração de demanda postos em prática pelos gestores da dívida.

Figura 3.1 - Taxa de Crescimento Real da Dívida Mobiliária Interna Federal (1964-1980)

Fonte: Fernandes (1999) e Loureiro & Barbosa (2003).

Todavia, mesmo com a maior aceitação por parte do mercado em torno das ORTN como alternativa de aplicação para suas “poupanças”, as operações de mercado aberto não conseguiam deslancar pelo fato das ORTN possuírem prazos de vencimento mais dilatados. A ORTN foi, durante o final dos anos sessenta, o único instrumento tanto da política monetária como da fiscal. Nesse cenário, os gestores viam como necessária a criação de um título de prazo mais curto, de maior liquidez e de características mais simples,¹⁵⁸ sendo mais adequado para servir como instrumento de política monetária.¹⁵⁹

Dessa forma, em 20/01/1970, o Decreto Lei nº 1.079 criou as Letras do Tesouro Nacional (LTN), com o objetivo principal de dar maior impulso ao desenvolvimento das operações de mercado aberto e atender melhor as necessidades de aplicação do público. A LTN era um título prefixado e de prazo mais curto, lançado inicialmente com prazo mínimo de 35 dias. Este novo papel tinha taxas fixas pré-determinadas e foi colocado no mercado inicialmente em agosto de 1970 por intermédio de leilões do Banco Central do Brasil, divulgados previamente através de Portaria do Tesouro Nacional. O objetivo de se fixar previamente as taxas era iniciar um processo de aprendizado junto ao mercado, pelo fato de ser a primeira vez que se emitia um papel prefixado no país.¹⁶⁰

Essa sistemática seria mantida até março de 1972, quando foram lançadas as primeiras LTN de 182 dias de prazo sob uma nova metodologia de leilões. Nessa nova forma, a taxa das LTN, ao invés de ser determinada pelo Banco Central, era obtida pela competição dos agentes no leilão. Com o sucesso da nova sistemática, todos os títulos públicos acabaram passando a ser ofertados sob a égide dessa nova metodologia de leilões.

¹⁵⁸ - Para Araújo (2002), pelo fato das ORTN terem sua rentabilidade constituída de juros, correção monetária e (des) ágio, somado à ausência de sofisticados recursos tecnológicos, havia dificuldade para a realização de cálculos financeiros mais complexos. Assim, havia a necessidade de dotar o mercado de um título com características mais simples.

¹⁵⁹ - Fernandes (2009: p. 38).

¹⁶⁰ - Pedras (2003).

As Letras do Tesouro Nacional tinham o intuito de dotar o mercado de um título capaz de permitir uma maior flexibilidade e rapidez às operações de mercado aberto, as quais não poderiam ser atingidas pelas ORTN, pelo fato deste último ser mais apropriado para a captação de poupança a médio e longo prazos. A idéia, portanto, era criar melhores condições para a execução da política monetária, permitindo ao governo contar efetivamente com mais um instrumento de política monetária, evitando ficar preso basicamente à utilização dos recolhimentos compulsórios, dado que até então o redesconto era utilizado fundamentalmente sob a forma de redesconto seletivo e não sob a forma de operações de assistência financeira de liquidez.¹⁶¹

As LTN tiveram sua aquisição incentivada pela autorização dada aos bancos comerciais de poderem aplicar parte dos seus depósitos à vista e a prazo, e também pela permissão para que estes títulos fossem usados como meios de pagamento de tributos federais. Essas formas de incentivo à demanda, já utilizadas por época do lançamento das ORTN, associadas a seu prazo mais curto, permitiram em poucos anos uma forte expansão deste título no estoque total da dívida mobiliária. Assim, a maior demanda do mercado por esses papéis possibilitou ao governo captar poupança privada, via emissão de títulos, em volume superior ao necessário para o financiamento do déficit público.¹⁶²

Tabela 3.3 - Participação Percentual das LTN e das ORTN no Estoque Total da Dívida Pública Mobiliária Doméstica (1970-1973)

Final do Período	ORTN	LTN
1970	95,0%	5,0%
1971	84,8%	15,2%
1972	66,4%	33,6%
1973	62,3%	37,7%

Fonte: Paula (1997) e Fernandes (1999).

¹⁶¹ - Marinho (1986).

¹⁶² - A partir de 1973 passou-se a ofertar semanalmente as LTN de prazo mais curto (91 e 182 dias) e mensalmente as LTN de prazo mais longo, prática que foi mantida durante toda a década dos setenta.

Entretanto, com a aceleração inflacionária a partir de meados da década de 70 (ver tabela 3.4), a partir da flexibilização de boa parte dos controles de preços determinados pela CIP,¹⁶³ associada à implantação de um processo de inflação corretiva,¹⁶⁴ aumentou-se consideravelmente a demanda por títulos públicos indexados, enquanto a demanda por papéis prefixados passou a se concentrar fortemente em títulos de prazos bastante exíguos.

Tabela 3.4 – Taxas de Inflação Anual Apuradas pelo IGP-DI (1970-1979)

Ano	Inflação (IGP-DI)
1970	19,3
1971	19,5
1972	15,7
1973	15,5
1974	34,5
1975	29,4
1976	46,3
1977	38,8
1978	40,8
1979	77,2

Fonte: IPEADATA

Nesse cenário, nota-se um intenso processo de expansão das operações de mercado aberto, devido, em boa medida, à própria expansão da dívida pública mobiliária doméstica, além de um forte crescimento das LTN em poder do público, haja vista que as ORTN de prazo

¹⁶³ - O Conselho Interministerial de Preços (CIP) foi criado em 1968 com a finalidade de manter a inflação sobre controle, dado o diagnóstico do governo de inflação de custos. Os preços eram estabelecidos pela CIP e só podiam sofrer reajustes quando por ela fossem autorizados. Tais reajustes, porém, só eram concedidos mediante documentação que comprovasse a elevação de custos, levando-se em consideração ainda a rentabilidade média do setor, o tipo de mercado e a ocorrência de eventuais anomalias.

¹⁶⁴ - A remoção dos controles artificiais de preços e a revisão de seus critérios provocaram imediato impacto nas taxas de inflação com importantes efeitos sobre as formas de indexação.

mais curto foram sendo gradualmente substituídas, passando as LTN a predominar junto às operações de mercado aberto. O mercado revelava cada vez mais sua preferência por papéis de curto prazo, diante da aceleração inflacionária.

Desse modo, a ampliação das emissões de LTN passou a exercer pressão sobre o prazo médio da dívida mobiliária que começou a decrescer constantemente, como se pode ver pela tabela 3.5, à medida em que a quantidade de LTN passava a representar um maior percentual no estoque total da dívida mobiliária. Para se ter melhor idéia, as emissões de títulos com prazos de 90 e 180 dias tiveram seus montantes duplicados, enquanto que os papéis emitidos com vencimento para doze meses tiveram uma expansão de 33% no volume emitido.¹⁶⁵

Tabela 3.5 - Prazo Médio da Dívida Mobiliária Interna Federal (1975-1979)

ANOS	1975	1976	1977	1978	1979
PRAZO MÉDIO	27m 23d	19m 10d	17m 01d	14m 08d	13m 27d

Fonte: Paula (1997) e Fernandes (1999).

Entretanto, uma dívida essencialmente formada por papéis de prazos mais curtos, impunha dificuldades adicionais no processo de gestão da DPMFi. Assim, na tentativa de alongar o prazo médio da dívida, o governo passou a criar, na metade final dos anos setenta, estímulos alternativos, a fim de elevar a demanda por ORTN de prazos mais longos. Um claro exemplo desse processo foi a opção de elevar a rentabilidade das ORTN de prazos mais dilatados. Assim, o Banco Central do Brasil passou a ofertar ORTN de 2 e 5 anos de prazo com juros reais de 6% e 8% a.a., respectivamente, além da garantia da correção monetária.

¹⁶⁵ - Pedras (2003).

De qualquer forma, com o cenário econômico interno apresentando sinais de maior instabilidade, o mercado insistia em manter sua preferência por títulos de prazos mais curtos, preterindo os títulos de médio e longo prazo.

Entretanto, ao sancionar essa preferência dos tomadores por papéis indexados de curto prazo, com a utilização da correção monetária e com o processo de encurtamento de prazos, os gestores da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna caminharam na direção de um desenvolvimento peculiar¹⁶⁶ do mercado de títulos de dívida que passou a ter a finalidade de garantir não somente uma fonte alternativa de recursos para o financiamento das contas públicas de forma não inflacionária, mas também garantir o processo de valorização financeira do capital por um padrão definido pelo próprio Estado.

No início dos anos oitenta, as autoridades governamentais, com o intuito de aliviar a pressão no déficit público nominal exercida pelo próprio custo da dívida interna, procuraram alongar o perfil da dívida, através da expansão do volume de ORTN na carteira do Banco Central do Brasil. Assim, o prazo médio da dívida em títulos federais, como se pode observar pelo exame da tabela 3.6, passou de 13 meses e 27 dias em 1979, para 24 meses e 21 dias em 1980.

¹⁶⁶ - Para Araújo (2002), o desenvolvimento do mercado de títulos públicos e das operações de mercado aberto no Brasil, desde o seu início, ficaram marcadas por suas características bastante peculiares: a) a iniciativa das operações eram dos agentes privados, ficando o Banco Central como elemento passivo no processo; b) as operações resolviam apenas problemas específicos de liquidez das instituições financeiras demandantes e não do sistema como um todo; c) ao ofertar um título, o Banco Central garantia sua recompra, mas a instituição financeira não fazia o mesmo quando a operação era inversa.

Tabela 3.6 - Prazo Médio da Dívida Mobiliária Federal no Mercado (1965-1989)

Final do Período	ORTN / OTN	LTN	LTN (DL2376)	LFT	BTN	Total
1965	47m 09d	-	-	-	-	47m 09d
1966	24m 12d	-	-	-	-	24m 12d
1967	24m 21d	-	-	-	-	24m 21d
1968	24m 12d	-	-	-	-	24m 12d
1969	20m 09d	-	-	-	-	20m 09d
1970	17m 05d	20d	-	-	-	16m 10d
1971	16m 11d	01m 13d	-	-	-	14m 03d
1972	21m 23d	02m 20d	-	-	-	15m 12d
1973	27m 22d	03m 21d	-	-	-	18m 16d
1974	31m 02d	03m 24d	-	-	-	22m 28d
1975	37m 29d	03m 14d	-	-	-	27m 23d
1976	31m 28d	03m 19d	-	-	-	19m 10d
1977	30m 27d	03m 11d	-	-	-	17m 01d
1978	27m 12d	03m 07d	-	-	-	14m 08d
1979	25m 09d	03m 05d	-	-	-	13m 27d
1980	34m 02d	03m 02d	-	-	-	24m 21d
1981	35m 22d	04m 10d	-	-	-	24m 16d
1982	36m 01d	03m 12d	-	-	-	29m 20d
1983	31m 17d	02m 11d	-	-	-	25m 29d
1984	20m 06d	01m 26d	-	-	-	19m 01d
1985	12m 04d	27d	-	-	-	10m 11d
1986	12m 12d	2m 16d	-	-	-	08m 12d
1987	13m 13d	01m 11d	-	-	-	11m 10d
1988	06m 01d	-	-	03m 07d	-	04m 23d
1989	01m 01d	-	131m 09d	04m 22d	14m 10d	18m 08d

Fonte: Paula (1997) e Fernandes (1999).

Este resultado foi obtido com o alongamento do prazo médio das ORTN de 25 para 34 meses e pelo crescimento, em valores reais, do estoque total das ORTN em detrimento a uma queda acentuada das LTN no total da dívida (consultar tabela 3.7). Este processo deixa claro que o mercado passava a rejeitar as LTN como alternativa de aplicação, pois dentro de um panorama de expansão inflacionária, com a inflação atingindo a impressionante marca dos três dígitos anuais, o custo de se carregar títulos com remuneração prefixada poderia suplantar a rentabilidade efetiva, gerando prejuízos para os detentores destes títulos.

O alongamento do prazo médio foi obtido em função da oferta de um título que prometia uma alta taxa de retorno, dada as expectativas dos agentes em torno de uma possível desvalorização cambial. Como as ORTN eram as únicas com cláusula de correção cambial, as autoridades conseguiram obter demanda para um grande volume desses títulos, que possuíam prazo de cinco anos, fazendo com que o prazo médio da dívida aumentasse. Porém, o prazo médio da dívida mobiliária se elevaria, não somente pela expansão do prazo médio das ORTN, mas também pela maior participação destas no total da dívida quando comparadas as LTN.¹⁶⁷

Tabela 3.7 – Participação Relativa dos Títulos de Dívida Pública Federal em Poder do Público (1965-1985)

Final do Período	ORTN	LTN	Total
1965	100%	-	100%
1966	100%	-	100%
1967	100%	-	100%
1968	100%	-	100%
1969	100%	-	100%
1970	95,0%	5,0%	100%
1971	84,8%	15,2%	100%
1972	66,4%	33,6%	100%
1973	62,3%	37,7%	100%
1974	69,6%	30,4%	100%
1975	72,5%	27,5%	100%
1976	55,6%	44,4%	100%
1977	47,8%	52,2%	100%
1978	48,4%	51,6%	100%
1979	58,8%	41,2%	100%
1980	72,2%	27,8%	100%
1981	63,2%	36,8%	100%
1982	85,4%	14,6%	100%
1983	96,1%	3,9%	100%
1984	95,8%	4,2%	100%
1985	96,6%	3,4%	100%

Fonte: Paula (1997) e Fernandes (1999).

¹⁶⁷ - Minella (1995).

A tendência ao encurtamento dos prazos foi revertida durante os primeiros anos da década de oitenta, não porque a indexação estivesse cumprindo seu papel de elemento redutor de incertezas, mas sim, porque havia uma preferência, por parte do mercado, pelas ORTN de cinco anos com cláusula cambial, mediante as expectativas de desvalorização da taxa de câmbio.¹⁶⁸

A emissão de novas ORTN seguiu uma regra bem definida a partir de 1983 e que se manteve até 1985. A sistemática era disponibilizar mensalmente ao mercado ORTN com dois tipos de vencimento, de 2 e de 5 anos de prazo.

Já no que tange às LTN, a prefixação da sua remuneração, e tendo o governo optado por não permitir uma elevação em sua taxa de retorno, fez com que a demanda por esses papéis continuasse sua trajetória de menor participação no total da dívida mobiliária. As únicas LTN que encontravam alguma demanda eram as que possuíam prazos menos dilatados, especialmente, as de três meses e, posteriormente, as de um e dois meses. As LTN com prazos superiores, em especial as de seis meses, só eram colocadas junto à carteira do Banco Central do Brasil.

Nos anos de 1983 e 1984, a tendência pelo encurtamento dos prazos voltava a ser sentida. Devido à expansão inflacionária e à perda de atratividade das LTN por serem títulos prefixados, as ORTN continuaram aumentando sua participação no total da dívida mobiliária em posse do mercado, atingindo as maiores cifras desde a criação das Letras do Tesouro Nacional, 96% do total. Em 1983 e 1984 quase todas as LTN colocadas no mercado primário tinham 91 dias de prazo, praticamente abandonando-se as LTN de prazos superiores. Assim, o prazo médio deste papel, que desde 1973 nunca tinha sido inferior a três meses, chegava à casa dos 27 dias de prazo ao final de 1985. O mesmo ocorreria com as ORTN. As autoridades governamentais começaram a enxugar as ORTN de cinco anos em poder do mercado e a partir do final de 1983 só fizeram colocações primárias junto às entidades financeiras, exclusivamente com papéis de dois anos de prazo.

¹⁶⁸ - Idem (1995).

Desse modo, o prazo médio da dívida mobiliária federal voltava a cair, passando em 1983 para 25 meses e 29 dias e em 1984 para 19 meses e 1 dia. A queda no prazo médio da dívida acabou sendo resultado: i) do resgate das ORTN de cinco anos de prazo e sua substituição por ORTN de dois anos de prazo, e ii) da emissão maciça de LTN com três meses de vencimento.

A tendência do comportamento dos títulos públicos federais registrada até 1984 continuou. Os papéis ofertados ao mercado eram os mesmos, mas seus prazos continuavam a cair. Em 1985, as ORTN correspondiam a 96,6% do total da dívida mobiliária interna federal em poder do público. As LTN representavam agora apenas 3,4%, com prazo médio inferior a um mês (27 dias). O estreitamento do prazo desse papel prefixado acentuou-se em 1985, quando o Banco Central começou a emitir LTN com prazos de 35 e 63 dias, as quais passaram a predominar junto às instituições financeiras. A dívida em títulos passava em média a ter um prazo de maturação de pouco mais de 10 meses.

A redução do prazo médio da dívida mobiliária foi também influenciada pela emissão, em maio de 1985, de ORTN de um ano de prazo, abrangendo, no transcorrer do ano, a quase totalidade da colocação primária de ORTN junto às instituições financeiras. Esse processo de encurtamento dos prazos seria ainda mais estimulado com a criação das ORTN escriturais de seis meses, injetadas no mercado durante os dois primeiros meses de 1986.

Assim, chegava-se a uma situação em que as LTN não encontravam demanda no mercado por serem papéis prefixados, e quando encontravam eram por títulos de prazos extremamente reduzidos. As ORTN concentravam a preferência do público, haja vista serem títulos indexados. Contudo, a justificativa de utilização da indexação como instrumento capaz de permitir um alongamento no prazo médio dos títulos emitidos não era concretizado. As ORTN passaram a ser emitidas com prazo máximo de seis meses, para atender a demanda dos agentes que, mesmo em títulos indexados, recusavam prazos mais longos.

A situação, do ponto de vista do gestor da dívida, era muito desfavorável, pois, como discutimos no capítulo anterior, a estratégia de gestão recaía em um perfil de dívida adverso, qual seja, uma dívida quase integralmente pós-fixada a índices de preços, com títulos emitidos com prazo de seis meses, mas que com as cartas de recompra, na prática, apresentavam prazos muito menores. **Os agentes tomadores encontravam nessa situação a possibilidade de satisfazer aos seus interesses rentistas, garantindo simultaneamente rentabilidade real e liquidez próxima ao dos meios de pagamento.**

3.4 – A INTRODUÇÃO DAS CARTAS DE RECOMPRA

Diante da aceleração inflacionária, principalmente a partir do Governo Geisel, os prazos dos títulos públicos começaram a ser reduzidos para satisfazer a demanda dos agentes tomadores dos papéis. Entretanto, para atender essa demanda do público por títulos de curto prazo, e continuar conseguindo rolar e expandir a dívida, as autoridades governamentais tiveram que criar condições para que as instituições financeiras pudessem carregar estes papéis. **O encurtamento dos prazos foi exercido por intermédio de alguns expedientes, dos quais o mais importante, foi a introdução das cartas de recompra. As cartas de recompra se constituíram em outro importante marco para o processo de gestão da dívida pública mobiliária interna brasileira.**

Introduzidas através da Resolução do Banco Central do Brasil n.º 366/76, as cartas de recompra nada mais eram do que um processo de colocação no mercado de títulos públicos com a garantia de recompra após um prazo pré-estabelecido e a um preço previamente estipulado ou pelo preço de mercado do dia da recompra, proporcionando, assim, um aumento do grau de liquidez dos títulos federais, sendo a grande responsável pela crescente participação das LTN nos portfólios privados ao longo da segunda metade dos anos setenta. Na falta de um comprador final para os títulos, as cartas de recompra permitiam a colocação dos papéis de dívida pública no mercado, garantindo o compromisso de recomprá-los em prazo previamente estabelecido.¹⁶⁹

¹⁶⁹ - Madi (1993).

Este procedimento dava novo fôlego às operações de mercado aberto, mas criava dificuldades à condução da política monetária, dado que alterações ascendentes nas taxas de juros conduziriam a perdas para as instituições alavancadas em títulos públicos. A garantia de plena liquidez, através das cartas de recompra e da redução dos prazos, criava dificuldades para a política monetária, pois geravam maiores pressões inflacionárias, haja vista os títulos se transformarem em meios de pagamento. Além disso, a partir do desenvolvimento das cartas de recompra, o próprio prazo médio da dívida passou a ter que ser analisado com restrições, dado que, do ponto de vista do aplicador, a dívida era encarada como se possuísse o prazo de um dia, independente do perfil dos títulos que lastreavam a operação.¹⁷⁰

Com a utilização das cartas de recompra, o prazo médio da dívida começou a declinar rapidamente, em função da maior preferência por títulos de curto prazo, principalmente pelas LTN de 91 dias.¹⁷¹ Com a instituição das cartas de recompra todos os títulos ficaram líquidos no mercado de uma forma perversa, pois a circulação financeira criava um mercado de dinheiro propriamente financeiro, permitindo a valorização em si mesmo.¹⁷²

Vale destacar aqui outro importante elemento para o desenvolvimento do mercado de títulos públicos no Brasil, o sistema Selic. Com a finalidade de dar maior transparência e agilidade às operações de mercado aberto que, como dissemos, se proliferaram a partir de meados da década de 70, e fortalecer o mercado secundário de títulos, os gestores da DPMFi viam como sendo necessária a criação de um sistema de teleprocessamento de dados que promovesse maior dinamismo a estas operações.

Desde sua criação, as LTN eram emitidas na forma de cautela e as instituições que as adquiriam ficavam responsáveis por sua custódia. As operações financeiras eram liquidadas por intermédio de cheques, o que gerava inconvenientes como falsificação de títulos e pagamentos com cheques sem cobertura.¹⁷³

¹⁷⁰ - Fernandes (2009).

¹⁷¹ - Minella (1995).

¹⁷² - Tavares (1983).

¹⁷³ - Araújo (2002).

A dinamização do mercado de títulos públicos exigia aperfeiçoamentos nos procedimentos e a criação de um sistema de liquidação e custódia de títulos. Tal sistema já vinha sendo estudado pelas autoridades desde meados de 1973, o que culminou com a celebração de um convênio entre o Banco Central do Brasil e a ANDIMA no qual resultou a criação, em 1975, do primeiro sistema de controle escritural de títulos (Getip) e, em 1978, no Sistema Escritural de Emissão de Letras do Tesouro Nacional, que permitiu, o abandono das emissões de LTN físicas e o início das escriturais. No ano seguinte, no fim de 1979, seria criado o SELIC - Sistema Especial de Liquidação e Custódia. Com o SELIC o processo de liquidação financeira passou a ser feito por meio eletrônico, substituindo o uso de cheques administrativos.¹⁷⁴

Esse conjunto de aperfeiçoamentos propiciou maior dinamismo ao mercado, tornando as operações mais eficientes e melhor coordenadas pelo Banco Central, ao passo que possibilitou também que os títulos públicos se tornassem substitutos quase perfeitos de reservas bancárias. Assim, as quase-moedas, na forma de depósitos em overnight lastreados em títulos públicos de prazos reduzidos, com a introdução do Sistema Especial de Liquidação e Custódia de títulos federais, ganhariam importante impulso.

3.5 – A ADOÇÃO DA INDEXAÇÃO AO CÂMBIO NOS TÍTULOS DE DÍVIDA PÚBLICA DOMÉSTICA

O principal motivo para a indexação de parte da dívida mobiliária doméstica ao câmbio é ofertar proteção ao setor privado contra os efeitos das oscilações da taxa de câmbio em regimes de câmbio flutuante ou contra eventuais desvalorizações cambiais em regimes de câmbio fixo.

¹⁷⁴ - Idem (2002).

Todavia, a contrapartida dessa oferta de hedge cambial¹⁷⁵ ao setor privado é a exposição do setor público ao risco da taxa de câmbio. Ao oferecer proteção aos agentes privados, o setor público arca com uma parte significativa de um processo de desvalorização cambial. Tal processo de assunção do risco cambial por parte do setor público acaba por produzir instabilidade macroeconômica, na medida em que o governo assume para si o risco de se endividar em moeda estrangeira, na qual não tem capacidade de gerar receitas.¹⁷⁶

A oferta de títulos atrelados ao câmbio surgiu quase que imediatamente após a institucionalização do mercado de dívida mobiliária no Brasil. O Decreto-Lei nº.1 de novembro de 1965, com a finalidade de estimular a demanda de papéis de dívida pública, permitiu que os gestores da dívida oferecessem aos agentes tomadores ORTN com opção entre uma indexação baseada na correção monetária ou uma baseada na correção cambial, prevalecendo aquela que fosse mais favorável ao detentor do título.¹⁷⁷

Entretanto, as primeiras emissões de ORTN exclusivamente indexadas ao câmbio, só seriam autorizadas em maio de 1969, através do Decreto-Lei 599. A emissão de papéis atrelados ao câmbio objetivava diversificar os instrumentos disponíveis de dívida, estimulando as operações de mercado aberto e permitindo a criação de um mercado secundário mais dinâmico, a fim de aumentar o grau de liquidez dos papéis.¹⁷⁸

Contudo, os papéis indexados à variação cambial só ganhariam maior importância no estoque total da DPMFi no início da década de oitenta. Defrontado pela estatização da dívida externa,¹⁷⁹ promovido amplamente pelos chamados depósitos registrados em moeda

¹⁷⁵ - Hedge cambial pode ser definido como uma proteção contra variações da taxa de câmbio. As variações da taxa de câmbio, tanto negativas quanto positivas, podem afetar a posição dos agentes econômicos, dependendo de sua exposição cambial (ativa ou passiva). Entre outras, tal proteção pode ser oferecida por meio da compra ou venda de ativos financeiros referenciados pela taxa de câmbio.

¹⁷⁶ - Turolla (2005).

¹⁷⁷ - Fernandes e Turolla (2006).

¹⁷⁸ - Turolla (2005).

¹⁷⁹ - Para maiores detalhes sobre o processo de estatização da dívida externa, ver Cruz (1993).

estrangeira (DRME), o Tesouro Nacional se viu compelido a oferecer ORTN cambiais para servirem de lastro a este passivo em dólares.

É importante lembrar que na primeira metade dos anos oitenta, as autoridades governamentais praticavam uma política monetária contracionista por intermédio da prática de juros elevados que procurava combater a inflação, ao mesmo tempo que objetivava deprimir o nível de demanda agregada, propiciando um processo de desaquecimento da economia e, conseqüentemente, reduzindo as necessidades de importações, evitando aumentar ainda mais o desequilíbrio do balanço de pagamentos. Essa política permitiu, enquanto foi possível contar com algum grau de liquidez internacional, elevar as captações externas pelo setor privado, gerando um grau de exposição às nuances do cenário externo que por si só já estimulava a demanda por hedge cambial.¹⁸⁰

Assim, no início dos anos oitenta, a emissão de ORTN indexadas à variação cambial, acabou se constituindo em instrumento coadjuvante de uma política de atração de recursos externos, em meio à escassez de divisas gerada pela moratória mexicana.

Em 1982, havia uma grande expectativa, junto ao mercado financeiro, sobre uma possível maxidesvalorização do cruzeiro. Essa expectativa, apesar de não ter se confirmado naquele ano, aumentou sensivelmente a procura pelas ORTN com cláusula de correção cambial. Em um cenário de intensa aceleração inflacionária e de expectativa de uma nova desvalorização do câmbio,¹⁸¹ a demanda por títulos caminhou na direção do atributo forma de remuneração, ou seja, a demanda por LTN reduziu-se drasticamente e aumentou a procura pelas ORTN cambiais, isto é, por títulos indexados pelo mercado de ativos. Para se ter uma idéia mais clara da intensidade desse processo, as ORTN, ao final do ano seguinte, já concentravam a quase totalidade da dívida pública em posse do mercado.

¹⁸⁰ - Fernandes e Turolla (2005).

¹⁸¹ - Em dezembro de 1979 o governo brasileiro já havia procedido a uma maxidesvalorização cambial da ordem de 30%.

Com a significativa participação de títulos com correção cambial no estoque total da dívida mobiliária doméstica, qualquer desvalorização cambial traria reflexos negativos às contas públicas. E em fevereiro de 1983 foi exatamente isso o que aconteceu. O governo decretou uma desvalorização de 30% na taxa de câmbio, resultando em um forte impacto financeiro sobre o setor público.¹⁸²

Tabela 3.8 – Brasil: Análise comparativa da variação anual da ORTN, da Taxa de Câmbio (Cr\$=US\$) e da Inflação (IGP-DI): 1978-1984

Ano	IGP	ORTN	CÂMBIO
1978	40,8%	36,2%	30,3%
1979	77,2%	47,2%	103,3%
1980	110,2%	50,8%	54,0%
1981	94,5%	96,9%	95,1%
1982	100,4%	100,2%	97,7%
1983	210,9%	159,2%	289,4%
1984	223,8%	223,8%	223,6%

Fonte: Barros (1993).

A fim de tentar amortizar tal impacto, três dias após a desvalorização, o governo passou a tributar, via imposto de renda, o percentual da variação cambial das ORTN que excedesse a correção monetária. A partir de março, o governo passaria a limitar esta à variação do IGP-DI acumulado a cada trimestre, estabelecendo um novo limitador para a sua perda patrimonial decorrente da desvalorização do câmbio.

Todavia, dada a reação negativa dos investidores a tais medidas, novamente os gestores cederiam. Para amortizar os efeitos desta medida, permitiu-se a volta do pagamento de juros aos títulos cambiais com prazos superiores a cinco anos, o que havia sido suspenso no último dia útil de 1982. Quando a expectativa da desvalorização cambial já era bem menor e a demanda por proteção bem menos significativa, tornando menos atraentes os ativos indexados

¹⁸² - Para Belluzzo e Almeida (2002: p. 147), o processo de ajustamento externo praticado no início dos anos oitenta “(...) não só preservou os lucros e o patrimônio do setor privado, como permitiu o reequilíbrio externo em conta corrente, mas, ao mesmo tempo, produziu o agravamento das incertezas e (...) o aprofundamento da crise fiscal e de financiamento do setor público e das empresas estatais.”

ao dólar, o governo autorizou, a partir do primeiro trimestre de 1984, a substituição de ORTN cambiais por novos títulos.¹⁸³

Ao final dos anos oitenta, o governo voltaria a atuar no mercado de dívida com títulos indexados ao câmbio, a partir da emissão dos Bônus do Tesouro Nacional (BTN). Entretanto, como não era permitido o financiamento das BTN através de operações de *overnight*, esses títulos não chegaram a representar uma parcela expressiva da dívida mobiliária. Contribuiu, também, para sua baixa participação, a desconfiança dos agentes quanto a eventuais mudanças nas regras cambiais, o que pode ser avaliado na tabela 3.9, através de uma proxy: o ágio do dólar paralelo em relação ao oficial.

Tabela 3.9 – Percentual de ágio da taxa de câmbio do dólar no mercado paralelo sobre a taxa de câmbio do dólar comercial (Jan/1985 – Dez/1989)

	1985	1986	1987	1988	1989
Janeiro	10,2	31,6	60,2	17,5	56,0
Fevereiro	22,0	44,5	60,8	25,4	70,0
Março	16,8	26,1	34,0	31,8	188,7
Abril	13,4	45,2	27,0	33,1	133,7
Maiο	18,6	49,6	10,3	38,9	172,3
Junho	22,9	50,3	24,5	39,7	120,5
Julho	38,2	79,2	25,4	47,3	75,4
Agosto	36,3	66,2	22,0	61,8	67,7
Setembro	27,8	76,3	27,3	46,0	89,6
Outubro	27,9	100,9	22,5	66,2	123,9
Novembro	38,0	100,5	22,6	63,2	88,2
Dezembro	52,5	82,7	30,4	58,7	128,9

Fonte: Luque (1993: p. 57).

Após o descongelamento do câmbio, com o fracasso do Plano Verão, as BTN com opção cambial não tiveram grande poder de atração. Ao fim de 1989, a participação das BTN era de apenas 2,0% no total da dívida em poder do público. Os títulos indexados ao câmbio

¹⁸³ - Turolla (2005).

voltariam a ter elevada participação apenas em meados dos anos noventa como veremos no próximo capítulo.

3.6 – OS CASOS DE SUBINDEXAÇÃO E A INSTITUCIONALIZAÇÃO DA INDEXAÇÃO A JUROS

Por definição, a indexação busca reduzir o grau de incerteza provocado pela escalada inflacionária. Sendo este um dos objetivos da indexação, o indexador não deveria ser um instrumento sujeito a freqüentes alterações. Porém, no Brasil, a indexação passaria, ao longo dos anos, por diversas mudanças, seja de ordem técnica, seja por intervenção governamental direta, que acabariam por resultar em maiores aperfeiçoamentos no próprio sistema de indexação, culminando mais tarde na utilização da indexação a juros.¹⁸⁴

Desde a sua criação, em 1964, até meados dos anos setenta, a correção monetária acompanhou de perto a variação ocorrida nos índices de preços. Porém, a partir daí, algumas medidas seriam tomadas no que se refere à correção aplicada a ORTN, as quais começariam a abalar o nível de confiança no padrão de indexação apresentado por este título até aquele momento.

A partir de meados da década de setenta, a correção monetária passou por significativas mudanças. Primeiramente, fixou-se em dois meses a defasagem do indexador, ou seja, o prazo compreendido pelo mês a ser corrigido e os meses de referência dos índices. Mais tarde, introduziu-se também um componente pré-fixado na fórmula da correção com peso de 20%, o que correspondia a uma inflação anual de 15% a.a. Além destas mudanças, a utilização do IPA-DI “expurgado”¹⁸⁵ na fórmula também trouxe impactos negativos à correção monetária no período. O expurgo da variação dos preços do petróleo e de seus derivados, nos

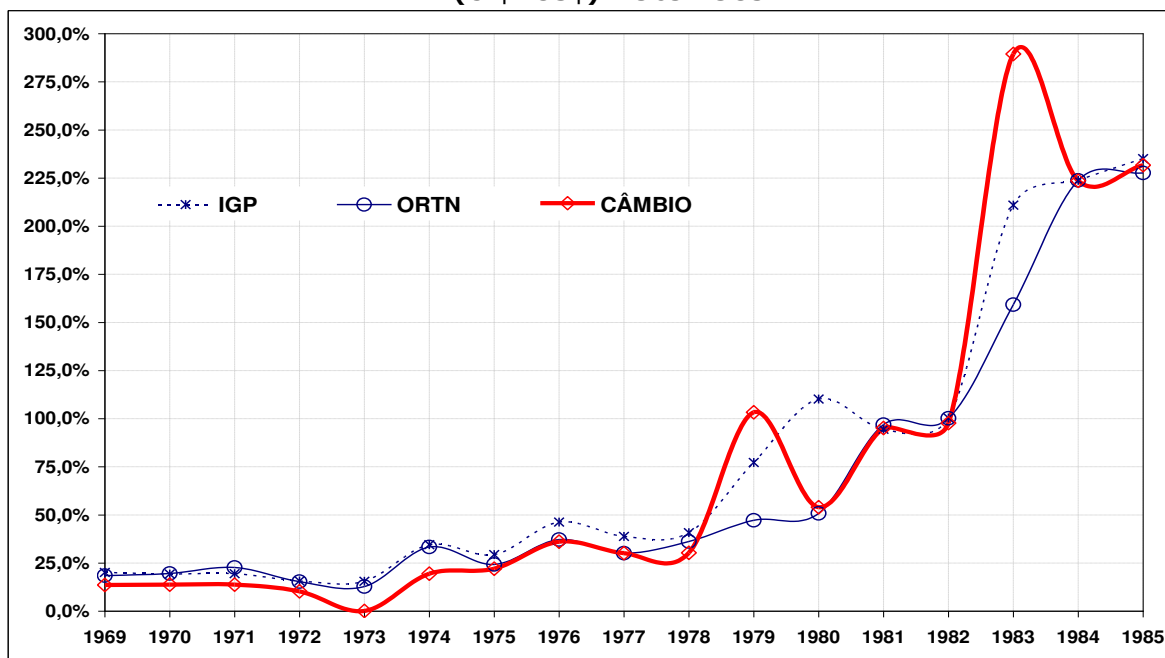
¹⁸⁴ - Uma análise mais detalhada sobre o desempenho da indexação no Brasil como elemento de redução da incerteza em períodos de alta inflação pode ser obtida no capítulo III de Minella (1995).

¹⁸⁵ - O IPA-DI expurgado excluía variações de preços provenientes de fenômenos naturais, como secas e geadas, e também de alterações severas na conjuntura econômica internacional, como um choque nos preços do barril de petróleo. O próprio Banco Central justificava a utilização deste novo índice dizendo que o seu propósito “(...) era evitar que fenômenos fortuitos e alheios ao comportamento normal dos preços passem a representar causas de realimentação do processo inflacionário”. Relatório do Banco Central do Brasil (1977: p. 137).

últimos meses de 1979, fez com que o índice “expurgado” ficasse cerca de 8% abaixo do mesmo índice sem expurgo. Assim, em uma tentativa de reduzir a atração dos títulos indexados e amortizar a influência da correção monetária na trajetória inercial dos índices de preços, a correção monetária ficou aquém da inflação efetivamente registrada. Contudo, esta subindexação seria, quando comparada à ocorrida no ano de 1980, pouco significativa.

O debate sobre os efeitos da indexação na perpetuação da memória inflacionária já se fazia notar desde meados da década de setenta. Assim, em um esforço para tentar influenciar favoravelmente as expectativas inflacionárias dos agentes (para baixo), numa espécie de primeira tentativa de desindexação parcial e, portanto, de reconhecimento dos efeitos da inercialidade produzida pela indexação no nível geral de preços, em 1980 as autoridades governamentais determinaram a pré-fixação da correção monetária. Determinou-se inicialmente uma alíquota de 45%, posteriormente reajustada a 50%, para a variação da correção monetária. O descasamento entre os percentuais aplicados à correção monetária e as taxas de inflação vigentes pode ser visto na figura 3.2.

Figura 3.2 – Inflação (IGP-DI), Correção Monetária (ORTN) e Variação Cambial (Cr\$=US\$): 1969-1985



Fonte: Fernandes (1999).

Todavia, a maxidesvalorização cambial de 30% em dezembro de 1979, juntamente com a prefixação da correção monetária, foi percebida pelos agentes tomadores de títulos como uma quebra de confiança na variação da correção aplicada a ORTN como indexador da economia. A perda de credibilidade no devedor acabou por propiciar uma redução na procura dos investidores por esses papéis, reduzindo o estoque da dívida mobiliária em poder do mercado.¹⁸⁶

A manutenção da prefixação da correção monetária consideravelmente abaixo das taxas de inflação registradas encontrou assim muita resistência, pois os investidores passavam a exigir uma indexação que acompanhasse a variação dos preços. Esta situação não poderia, como era de se esperar, manter-se por muito tempo. As pressões exercidas pelos credores em manter intactos seus rendimentos auferidos no circuito financeiro, aliados às crescentes necessidades de financiamento do setor público, fizeram com que os gestores da DPMFi tivessem que voltar atrás.

Os efeitos negativos junto aos credores do Estado das tentativas de manipular indexadores ou prefixá-los, acabaram por aprofundar e aperfeiçoar ainda mais o sistema de indexação. Com o fim do processo de prefixação da correção monetária, sua metodologia de apuração passou por novas alterações. Do início de 1981 a fevereiro de 1983, a correção monetária passou a ter como referência o recém criado INPC, voltando a acompanhar de forma mais satisfatória a variação dos preços, sendo considerada novamente como instrumento de preservação do valor real dos contratos.

Após a maxidesvalorização cambial de 30% de fevereiro de 1983, novas mudanças foram introduzidas no cálculo da correção monetária. Determinou-se que a correção monetária passaria a acompanhar o IGP-DI “ajustado”. Este índice ajustado excluía a chamada inflação corretiva, ou seja, a elevação de preços advinda de quebra de safras ou de aumento de preços

¹⁸⁶ - Para Minella (1995), a prefixação da correção monetária representou um desvio na lógica da indexação, perdendo sua característica principal que é a do conhecimento a posteriori do valor monetário.

referentes a choques de oferta no mercado internacional. Neste período, teríamos o retorno à situação de perdas para a correção monetária em relação à inflação apurada.¹⁸⁷

Novamente as pressões sobre os gestores, dadas as decisões de portfólio dos investidores, como já discutido no capítulo anterior, e a necessidade de obter novos recursos, agora num quadro de dificuldades em captar poupança externa, fizeram com que as autoridades novamente recuassem em sua decisão. Após um breve interregno de subindexação, o período imediatamente posterior apresentaria a forma mais avançada de indexação a preços até então praticada no Brasil, na qual a correção monetária acompanharia a taxa efetiva de inflação mensal. A fórmula de cálculo era clara e bem definida, não incorrendo em perdas para a indexação.

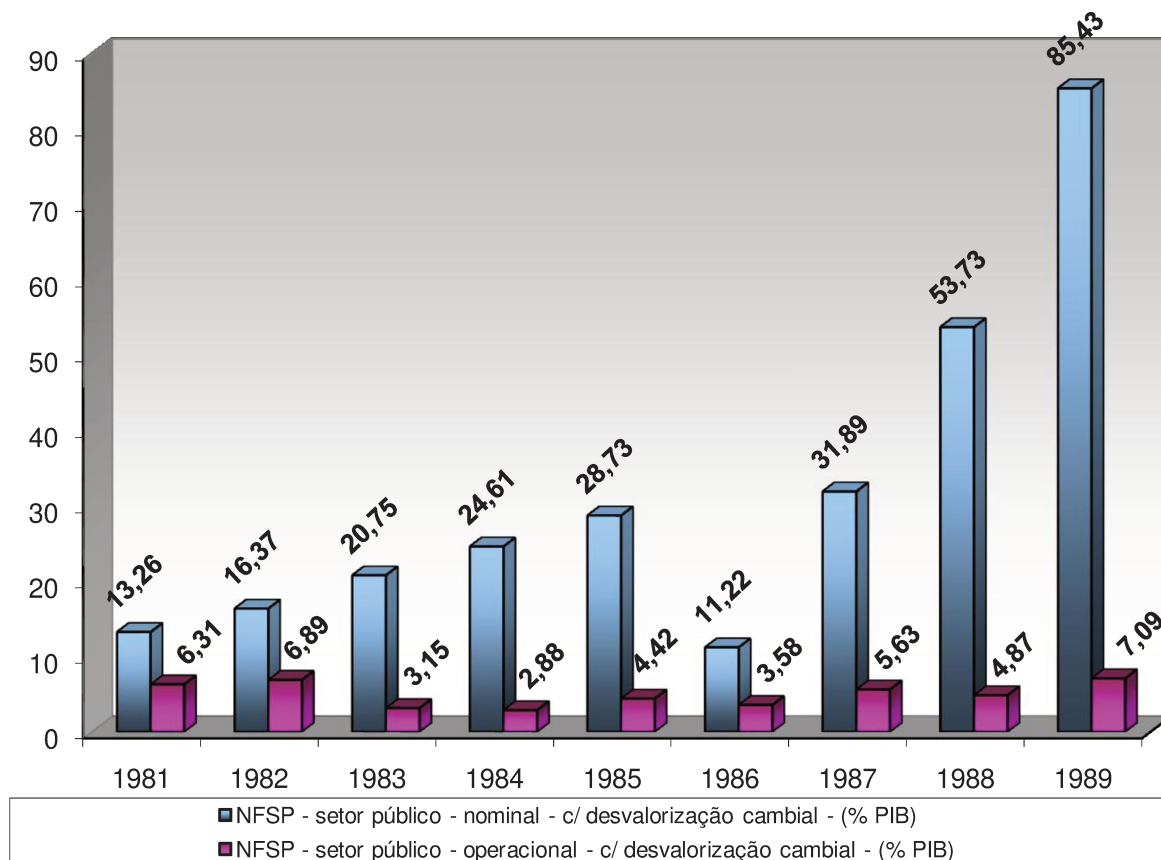
Desse modo, todas as diversas tentativas de alterar o sistema de indexação, fizeram com que as autoridades não só recuassem em suas decisões, como exigiram das mesmas que novos critérios de indexação emergissem posteriormente ainda com mais força e com novos aperfeiçoamentos.¹⁸⁸ É dentro desse contexto que seria institucionalizada a correção financeira, isto é, o sistema de indexação a juros, com as primeiras emissões das Letras do Banco Central (LBC), mais tarde substituídas pelas Letras Financeiras do Tesouro (LFT).

Durante a segunda metade dos anos oitenta, o déficit público nominal elevou-se a uma taxa média superior à primeira metade da década, tornando-se cada vez mais problemático, particularmente devido ao estoque da dívida pública que alcançava somas consideráveis. Os encargos com os juros da dívida, associados aos altos níveis inflacionários, passavam a pesar significativamente nas contas públicas. Esta aceleração crônica do déficit nominal, como se pode ver pela figura 3.3, fazia com que a dívida pública em títulos federais no mercado se expandisse rapidamente.

¹⁸⁷ - Idem (1995).

¹⁸⁸ - Carvalho (1996).

Figura 3.3 – Necessidades de Financiamento do Setor Público – Conceitos Nominal e Operacional com desvalorização cambial - (% PIB): 1981-1989



Fonte: IPEADATA

Entretanto, para que os títulos públicos pudessem atrair novos recursos, havia a necessidade de elevar a rentabilidade desses papéis. Obviamente, o aumento da rentabilidade dos títulos colocava o governo diante de uma armadilha, haja vista ter que encontrar ainda mais recursos disponíveis para honrar a dívida em expansão, criando assim um círculo vicioso.

Diante desse cenário, o que se via era uma mudança no perfil das decisões dos investidores, no que tange à demanda por títulos públicos. Estes passavam, ainda mais, a privilegiar a flexibilidade e a liquidez, o que é facilmente percebido pela procura exacerbada por aplicações de curtíssimo prazo.

Com o fracasso das políticas contracionistas de combate à inflação, implementadas durante o Governo Figueiredo, ficava claro que a inflação brasileira tinha um forte componente inercial que também precisava ser combatido. A fim de tentar reduzir a inflação, que em 1985 atingia a cifra dos 235% a.a., o primeiro governo civil após 21 anos de ditadura militar implantou, em 28 de Fevereiro de 1986, um plano de estabilização apelidado de Plano Cruzado.¹⁸⁹

Tabela 3.10 – Taxas Anuais de Inflação – IPCA e IGP-DI: (1980-1989)

Anos	IPCA	IGP-DI
1980	99,3	110,2
1981	95,6	95,2
1982	104,8	99,7
1983	164,0	211,0
1984	215,3	223,8
1985	242,2	235,1
1986	79,7	65,0
1987	363,4	415,9
1988	980,2	1037,5
1989	1972,9	1782,9

Fonte: IPEADATA.

A avaliação de que a moeda indexada constituía-se em importante obstáculo para qualquer tentativa bem sucedida de estabilização orientou a elaboração do Plano Cruzado desde o início. Nesse sentido, o plano trouxe uma série de novas medidas que viriam a ter impacto no processo de gestão da dívida mobiliária interna federal. Assim, depois de prolongado período em que as ORTN e as LTN dominaram o mercado de dívida pública brasileiro, a partir de 1986, significativas alterações foram processadas na gestão da dívida pública e no próprio funcionamento do sistema financeiro.

Dentre as importantes mudanças implantadas no período e que exerceram influência no processo de gestão da dívida mobiliária, inclui-se a criação de novos instrumentos de dívida e a adaptação de antigos. A primeira delas, regulamentada pelo Decreto-Lei n.º 2.284/86, foi a criação das Obrigações do Tesouro Nacional (OTN). Como parte do receituário implantado

¹⁸⁹ - Para maiores detalhes sobre o Plano Cruzado sugere-se, entre outros: Pereira (1986), Senna (1989), Modiano (1990) e Belluzzo e Batista Júnior (1992).

pelo Plano Cruzado para alcançar a estabilização dos preços, em março de 1986 as ORTN tiveram seu valor congelado e passaram a se chamar OTN. A OTN era um título criado para substituir as antigas ORTN e que teve, inicialmente, seu preço congelado por um ano. Formalmente, sua finalidade era financiar as despesas do Tesouro Nacional e os seus prazos de vencimento variavam entre seis meses e vinte anos. A sua rentabilidade era composta por juros reais de 6% a.a., pagos semestralmente. Sua colocação no mercado era feita por ofertas públicas da Secretaria do Tesouro Nacional, com acesso exclusivo às instituições financeiras.

Claro que num ambiente de incertezas, no qual o curto prazo, dependendo do ponto de vista, poderia ser longo demais, as OTN que obtiveram maior demanda foram as de seis e doze meses de prazo. Porém, o congelamento das OTN poderia, diante de um cenário de elevação da inflação, acarretar prejuízos aos seus detentores, e por isso não obteve sucesso junto ao mercado. Assim, novos instrumentos foram desenvolvidos pelas autoridades dentro desse contexto, com destaque para as Letras do Banco Central e os fundos de curto prazo.

Como até então, os bancos se recusavam a aceitar aplicações com rendimentos diários de valores reduzidos, os fundos de curto prazo acabaram criando tal possibilidade, ao permitir o acesso do público a aplicações com liquidez diária. Os fundos de curto prazo com rendimento e liquidez diária, - permitindo saques imediatos sem custos adicionais - trouxeram as aplicações financeiras diárias ao alcance de uma grande parcela da população que outrora não tinham acesso às operações de overnight.¹⁹⁰

Mas no que tange à gestão da DPMFi, e seu impacto no processo de financeirização da riqueza na economia brasileira, a mudança mais importante nesse período foi a criação, pela Resolução 1.124/86 de maio de 1986, das Letras do Banco Central (LBC), posteriormente substituídas pelas Letras Financeiras do Tesouro (LFT).

¹⁹⁰ - Carvalho (1996).

A LBC tinha como objetivo maior, servir de instrumento de regulação da oferta monetária, substituindo nesta função as LTN e as ORTN. Era uma papel de curto prazo com vencimento máximo de um ano e sua colocação no mercado era feita por intermédio de ofertas públicas, cujas condições eram divulgadas através de editais do Banco Central.

Dadas as dificuldades para colocação de novas LTN no mercado, pelo fato de ser um título prefixado, e sem poder usar as ORTN (agora OTN) indexadas à correção monetária, dado o congelamento geral dos preços da economia, o Banco Central do Brasil fez valer sua possibilidade de emitir títulos próprios, passando a intervir no mercado com um papel de sua própria emissão.¹⁹¹

A LBC introduziria uma inovação no mercado de títulos públicos ao utilizar um conceito de indexação financeira cumulativa de taxas diárias vinculada à taxa média de juros praticada em operações diárias no sistema SELIC¹⁹² que seguia a taxa de inflação. Diferente da sistemática até então praticada, fundamentada numa indexação baseada em índices de preços, e a qual já era vítima de crescente desconfiança por parte dos agentes tomadores de papéis, a LBC tinha assim sua remuneração fixada diariamente e embasada na taxa praticada nas operações de overnight.¹⁹³

¹⁹¹ - o Artigo 11 da lei 4595/64 autorizava o Banco Central do Brasil a emitir títulos de sua responsabilidade, de acordo com os critérios estabelecidos pelo CMN. Segundo Araújo (2002), um argumento a favor da emissão de títulos próprios pelo Banco Central seria a maior agilidade nas operações, especialmente diante de cenários de maior instabilidade.

¹⁹² - Segundo definição do Banco Central do Brasil, a taxa Selic é a média das taxas de juros praticadas nas operações compromissadas (operações de compra ou venda de títulos com compromisso de revenda ou recompra dos mesmos títulos em data futura, anterior ou igual à do vencimento dos títulos) de prazo de um dia útil com títulos públicos federais registrados no Selic e liquidadas no próprio Selic ou em sistemas operados por câmaras de compensação e de liquidação de ativos. BCB (2008).

¹⁹³ - Para Batista Júnior (1990: p. 27), as taxas de correção monetária inferiores à inflação acabaram por contribuir com uma retração na demanda por ativos financeiros indexados à índices de preços. A retração na procura por títulos da dívida pública doméstica, associada ao aumento das necessidades financeiros do setor público, em um momento de estreitamente das fontes externas de recursos, conduziu as autoridades a transformar títulos públicos em ativos quase-monetários, refinanciados diariamente no overnight.

Este novo tipo de indexação foi muito bem aceito pelo mercado, fato facilmente constatado quando analisamos a participação desses títulos públicos no estoque total da dívida pública federal em poder do público. Ao final de 1986, a nova OTN detinha uma participação de 41,4 % no total da dívida mobiliária, ou seja, menos da metade que a sua antecessora ORTN no ano anterior, caindo, já em 1987, para a casa dos 26,9%. A LTN que já vinha em trajetória descendente desde 1981, atingiu 2,2% em 1986 e 1,8% em 1987. Por sua vez, a nova LBC, no final do ano de sua criação (1986), já correspondia a 56,4% dos títulos públicos federais em poder do mercado, atingindo no ano seguinte a significativa marca de 71,3%, evidenciando, assim, uma alteração no perfil da dívida mobiliária doméstica, agora fortemente pós-fixada a juros.

O sucesso do uso da nova forma de indexação, agora atrelada à taxa de juros, pode ser observada também na análise da tabela 3.11. Nos anos de 1986 e 1987, a dívida pública mobiliária interna federal apresentou taxas reais de crescimento da ordem de 66,6% e 45,1%, respectivamente.

Tabela 3.11 – Taxa de Crescimento Real da Dívida Mobiliária Interna Federal (1980-1989)

Anos	Crescimento Real
1980	- 22,6%
1981	86,6%
1982	27,5%
1983	4,0%
1984	9,6%
1985	33,2%
1986	66,6%
1987	45,1%
1988	- 20,6%
1989	8,8%

Fonte: ANDIMA (1994) e Fernandes (1999).

O insucesso do Plano Cruzado no combate à inflação e sua aceleração nos meses seguintes, levou as autoridades a decretarem, em novembro de 1986, o Plano Cruzado II que, entre outras medidas, determinou o descongelamento do valor nominal das OTN e sua

substituição pelas novas LBC.¹⁹⁴ Através de operações com LBC foi possível ter uma absorção líquida de recursos neste título que amortizaria o efeito das compras líquidas de OTN efetuadas pelas autoridades, o que evidenciava a preferência do mercado por este título, cuja rentabilidade e a sistemática de indexação atraíam muito mais o investidor.

Várias outras mudanças ocorreriam no período compreendido entre 1986 e 1987. **Uma dessas mudanças, com impactos significativos sobre o funcionamento do sistema financeiro, foi a criação do mercado interbancário no Brasil, com a instituição dos certificados de depósito interbancário (CDI) em 1986.** O objetivo inicial da criação do interbancário era propiciar o aparecimento de uma taxa de juros que fosse reflexo das expectativas do mercado financeiro.¹⁹⁵ O CDI passaria também a ter papel essencial no processo de transferência de recursos inter bancos, via conta reservas, operando como uma espécie de câmara de compensação de recursos entre bancos.¹⁹⁶ Além disso, a criação do mercado interbancário faria com que as instituições colocassem o redesconto de liquidez como uma última possibilidade de obtenção de recursos, dada a possibilidade aberta pelo CDI de poderem obter recursos de instituições que estivessem apresentando saldos excedentes em sua conta reservas, a um custo menor do que aquele que seria obtido em operações formais de redesconto de liquidez via Banco Central do Brasil, diminuindo com isso a importância naquele momento das operações de assistência financeira de liquidez.¹⁹⁷

¹⁹⁴ - Para Loureiro e Barbosa (2003: p. 15): *“Com a entrada em vigor das medidas anunciadas no âmbito do Plano Cruzado II, a LBC passou a ter um duplo papel, de instrumento de política monetária e indexador da economia, gerando nova distorção nesta, pois o conceito de juros e preços acabou por se confundir”*.

¹⁹⁵ - As diferentes instituições financeiras, tais como, os bancos múltiplos, os bancos comerciais, os bancos de investimento, os bancos de desenvolvimento, as financeiras, as sociedades de crédito imobiliário, entre outras podem receber depósitos de outras instituições financeiras, desde que sejam observadas determinadas condições. Esses depósitos representam uma das modalidades de troca de recursos entre as instituições financeiras. Essas operações, ou depósitos, são registradas na Cetip, e a maior parte delas tem prazo de um dia útil. A taxa DI é a média das taxas de juros praticadas nessas operações com prazo de um dia útil. Essa taxa é calculada e divulgada pela Cetip e a grande correlação entre essa taxa e a taxa Selic se justifica porque ambas expressam o custo de recursos no mercado interbancário para o prazo de um dia útil. BCB (2008)

¹⁹⁶ - Paula (1997: p. 77).

¹⁹⁷ - Fernandes (1999: p. 143).

Diante desse cenário de transformações, a relação financeira entre o Tesouro Nacional e o Banco Central do Brasil também sofreria significativas alterações na segunda metade da década de oitenta.¹⁹⁸ Em 10 de março de 1986, o Decreto nº 92.452/86 criaria a Secretaria do Tesouro Nacional (STN), a qual passaria a controlar as operações por conta e ordem do Tesouro Nacional, bem como passaria a controlar as responsabilidades assumidas pelo Tesouro Nacional em decorrência de contratos de empréstimos e financiamentos.¹⁹⁹ Nesse período, também seria editado o decreto nº 94.443, de 12 de junho de 1987, que estabelecia que a partir de 01/01/1988 a atribuição de gestor da dívida mobiliária federal passaria do Banco Central para o Ministério da Fazenda, função que vinha sendo exercida pelo BCB, desde que o decreto-lei 263, de 28 de fevereiro de 1967, transferiu da antiga Caixa de Amortização para ele a gestão da dívida mobiliária pública.²⁰⁰

O Banco Central também ficava proibido de emitir títulos em nome do Tesouro Nacional, ficando limitado a fazer apenas operações no mercado monetário somente com títulos de sua própria carteira, ficando com o Tesouro Nacional a responsabilidade total pela dívida mobiliária federal.²⁰¹

¹⁹⁸ - “(...) o relacionamento financeiro de caráter permanente do Tesouro Nacional com o Banco Central decorre das atribuições cometidas a este de efetuar, como instrumentos de política monetária, operações de compra e venda de títulos públicos federais e receber em depósito as disponibilidades de caixa da União”. Banco Central do Brasil (1993: p. 05).

¹⁹⁹ - Mais tarde a Secretaria do Tesouro Nacional também assumiria a função de administradora dívida pública federal tanto interna como externa. O Banco Central do Brasil, na condição de agente financeiro do Tesouro Nacional, ficou o responsável pela operacionalização das ofertas públicas (leilões) de compra e de venda de títulos da dívida mobiliária interna, além de outros procedimentos relacionados às emissões e resgates do Tesouro Nacional.

²⁰⁰ - Com a lei complementar nº 12, de 08/11/1971, o BCB tornou-se legalmente responsável pela administração da dívida mobiliária da União. Esta lei delegava poderes ao BCB, autorizando este a emitir títulos em nome do Tesouro com a finalidade de financiar as despesas do Tesouro Nacional junto ao Banco Central, sem que houvesse que passar pelo crivo do orçamento da União.

²⁰¹ - “No que diz respeito à dívida mobiliária do Tesouro, optou-se pela divisão clássica de funções entre o Tesouro e o Banco Central: o primeiro seria responsável pelo total da dívida a ser colocada no mercado para cobrir as necessidades de financiamento da União e o segundo arbitrar o total da dívida a permanecer no mercado e o montante a ser por ele retirado do mercado tendo em vista os objetivos da política monetária. Pelo menos este é o espírito da medida que transferiu a administração da dívida mobiliária do Banco Central para o Tesouro e, sobretudo, o artigo 164 da Constituição Federal de 1988 que proíbe ao Banco Central ‘conceder,

Diante desse novo cenário legal, ao final de 1987, o governo criaria um novo instrumento de dívida, as Letras Financeiras do Tesouro (LFT), com a finalidade de substituir as LBC. Criada a partir do Decreto-Lei n.º 2.376/87, a LFT tinha como objetivo formal permitir o financiamento do déficit público. A LFT era um título público com as mesmas características da LBC, mas como era de responsabilidade do Tesouro Nacional, objetivava ser um instrumento de política fiscal. Os prazos das LFT eram determinados em comunicados da Secretaria do Tesouro Nacional, enquanto a sua rentabilidade era calculada da mesma forma que as LBC, ou seja, através da taxa média de juros praticada nas operações de um dia no sistema SELIC. Esses papéis eram lançados no mercado através de ofertas públicas feitas pelo Tesouro Nacional, com acesso exclusivo às instituições integrantes do Sistema Especial de Liquidação e Custódia.

Apesar dessas medidas, a crise financeira do Estado continuava se agravando, como se pode observar pelo exame da figura 3.3. Como o Tesouro Nacional encontrava dificuldades em colocar no mercado todo o conjunto de papéis de sua emissão, o Banco Central Brasil acabava, indiretamente, comprando a parte da carteira restante, através do mercado secundário, junto ao sistema financeiro, ao mesmo tempo em que se obrigava a adquirir o excesso de títulos do mercado através do mecanismo de zeragem automática.²⁰² O sistema de zeragem automática das posições nada mais era do que um mecanismo pelo qual o Banco Central do Brasil realizava o ajuste diário da conta reservas bancárias. Quando os bancos não conseguiam captar recursos suficientes para financiar sua posição em títulos, o Banco Central do Brasil os recomprava, o que no jargão financeiro é chamado de *oversold*.²⁰³ Quando o inverso acontecia, ou seja, quando existia excesso de reservas, o Banco Central vendia títulos

direta ou indiretamente, empréstimo ao Tesouro Nacional', mas que ao mesmo tempo, permite ao Banco Central 'comprar e vender títulos de emissão do Tesouro Nacional, com o objetivo de regular a oferta de moeda ou a taxa de juros'." Meyer (1995: p. 09).

²⁰² - "Na conjuntura de alta inflação no Brasil, o ajuste de reservas entre o BC e o sistema financeiro tinha como peça básica o mecanismo de zeragem automática. Isto porque, nestas condições, as reservas primárias dos bancos tendiam a se manter em um nível mínimo para cumprir as exigibilidades compulsórias legais, tendo em vista que o custo de se manter recursos sob a forma de encaixe monetário era elevadíssimo, devido ao efeito corrosivo do imposto inflacionário". Paula (1997: p. 87).

²⁰³ - Situação em que as reservas bancárias livres são inferiores às necessidades de financiamento dos títulos públicos federais.

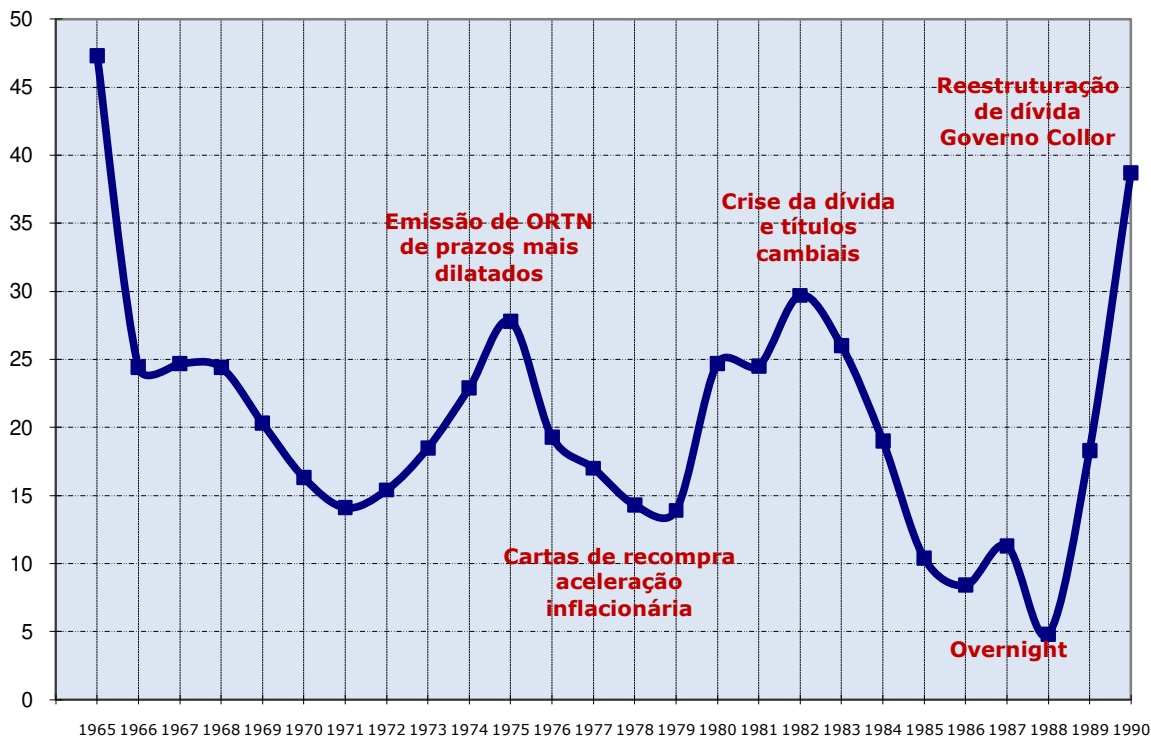
com os velhos acordos de recompra, com o objetivo de evitar uma queda relevante na taxa de juros.²⁰⁴

A década de oitenta foi marcada por elevados índices inflacionários. Com a explosão inflacionária a partir do final de 1986, tornou-se quase que totalmente inviável encontrar demanda no mercado por títulos prefixados. O agravamento da conjuntura econômica e a explosão da inflação fizeram com que não houvesse novas emissões de Letras do Tesouro Nacional, nem mesmo para compor a carteira do Banco Central do Brasil. Dessa maneira, a expansão inflacionária deu novo impulso a uma trajetória que já vinha sendo delineada na primeira metade da década de oitenta, ou seja, o surgimento e o desenvolvimento das quase-moedas, que teriam nas Letras do Banco Central e depois nas Letras Financeiras do Tesouro os instrumentos que lastreariam as operações overnight.²⁰⁵

Voltava-se a ter, mais do que nunca, como determinante fundamental da demanda dos agentes econômicos, a preferência pela liquidez e pelo “curto-prazismo”. Este processo torna-se evidente quando observamos o prazo médio dos títulos públicos no mercado.

²⁰⁴ - Na prática, esta sistemática possibilitava à autoridade monetária atuar quase sempre em situação oversold, disponibilizando no mercado uma quantidade de papéis superior aos recursos disponíveis para financiá-los. Esta política era aceita pelas instituições financeiras, pois caso não conseguissem este financiamento, tinham a garantia de recompra por parte do Banco Central. Fernandes (1999: p. 135).

²⁰⁵ - Segundo Madi (1993), a elevação do grau de liquidez da riqueza financeira acabou se constituindo na contrapartida da crise do padrão de financiamento da economia brasileira, baseado no crédito externo. A forma como foi conduzido o processo de ajustamento externo na primeira década de oitenta e os sucessivos fracassos dos planos de estabilização ao longo da segunda metade dos anos oitenta, aprofundaram a incerteza, induzindo um comportamento defensivo-especulativo dos agentes econômicos que se refletiu na progressiva demanda pelas quase-moedas.

Figura 3.4 - Prazo Médio em Meses da Dívida Mobiliária Federal no Mercado (1965/90)

Fonte: Paula (1997) e Fernandes (1999).

Em 1988, o predomínio das LBC no mercado foi perdendo lugar para as novas LFT. Estas foram substituindo gradativamente as LBC à medida que as mesmas chegavam ao seu vencimento. Com as mesmas características das LBC, as LFT se constituíram no principal título público demandado pelo mercado.²⁰⁶ Ao final de 1988, as OTN representavam 31,5% do total da dívida em poder do público, enquanto as recém criadas LFT já participavam com o restante, ou seja, 68,5%.

Em 1989, numa nova tentativa de controlar a expansão inflacionária, foi decretado o Plano Verão. Dentro de sua estratégia, as OTN deixaram de ser emitidas e as que estavam em poder do mercado foram sendo resgatadas e substituídas também pelas LFT, num processo que já vinha ocorrendo com as LBC.

²⁰⁶ - Em 05 de Outubro de 1988 foi promulgada a nova Constituição do Brasil, a qual fixava em 12% a.a. a taxa de juros praticada no país. Segundo Loureiro e Barbosa (2003), esse entrave seria contornado pela Circular nº 1365 do BCB, que esclarecia que tal dispositivo legal não seria aplicável, pois sua regulamentação dependeria de legislação complementar.

Da mesma forma que outros planos anteriores, o Plano Verão também não foi bem sucedido na sua tentativa de alcançar a estabilidade de preços. Com a aceleração inflacionária a partir de abril, os gestores da DPMFi voltaram a retomar a emissão de títulos indexados a índices de preços, com a emissão das primeiras BTN indexadas ao IPC. A BTN, criada pela Lei n.º 7.777/89, destinava-se formalmente à cobertura do déficit público, e possuía prazo de vencimento inicial de até 25 anos. A sua rentabilidade era composta por juros de 12% a.a., calculados sobre o valor nominal reajustado pelo IPC e era posta em circulação através de ofertas públicas da Secretaria do Tesouro Nacional, com acesso exclusivo às instituições financeiras.

Contudo, com o resgate de todas as OTN em poder do mercado, inclusive aquelas com variação cambial, o governo passou a emitir também novos Bônus do Tesouro Nacional (BTN) com cláusula de indexação ao câmbio, a fim de cobrir o espaço deixado pelo fim das OTN cambiais. As BTN passaram assim a também ser emitidas com opção pela correção cambial, cabendo aos papéis de um e dois anos de prazo a grande maioria das colocações. Entretanto, como vimos anteriormente, após o descongelamento do câmbio com o fracasso do Plano Verão, as BTN com opção cambial não tiveram grande poder de atração.

Tabela 3.12 – Participação Relativa dos Papéis de Dívida no Estoque Total da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna: (1986-1989)

Final do Período	OTN	LTN	LBC	LFT	BTN	Total
1986	41,4%	2,2%	56,4%	-	-	100%
1987	26,9%	1,8%	71,3%	-	-	100%
1988	31,5%	-	-	68,5%	-	100%
1989	0,1%	-	-	97,9%	2,0%	100%

Fonte: Paula (1997) e Fernandes (1999).

As BTN atreladas ao IPC também não atraíam os agentes tomadores, haja vista o mercado preferir adquirir títulos indexados a juros em detrimento a títulos indexados a preços, fazendo com que, ao final de 1989, sua participação no estoque total da dívida mobiliária doméstica fosse de apenas 2%, como se pode ver na tabela 3.12.

3.7 – CONSIDERAÇÕES SOBRE O PROCESSO DE VALORIZAÇÃO FINANCEIRA VIA TÍTULOS PÚBLICOS DOMÉSTICOS

3.7.1 - A VALORIZAÇÃO FINANCEIRA DO CAPITAL A PARTIR DE UM PADRÃO DEFINIDO PELO ESTADO: O CASO DA CORREÇÃO MONETÁRIA DAS ORTN

A reforma geral do sistema monetário e creditício e a reforma financeira do período 1964/65 estabeleceram novas bases para o desenvolvimento do sistema financeiro e para a estrutura de financiamento do setor público.²⁰⁷

Diante da instabilidade monetária marcada por crescentes taxas de inflação, os gestores logo trataram de contornar o problema, instituindo a correção monetária para proteger o valor dos títulos da dívida e seus adquirentes da depreciação monetária ocasionada pela inflação. Assim, a indexação a índices de preços nos contratos financeiros, no Brasil, não surgiria de forma natural na sociedade e, sim, seria introduzida pelo próprio Estado.

O risco do devedor em assumir um compromisso de entrega de uma quantia de moeda desconhecida, de assumir para si toda a carga de incerteza, argumento que, como vimos no capítulo dois, justificou a não utilização da indexação nos países centrais, no caso brasileiro acabou sendo assumido pelo próprio Estado.²⁰⁸

²⁰⁷ - Conforme Tavares (1983), o desenvolvimento do sistema financeiro nacional, após as reformas monetária e financeira, foi extremamente rápida. Rapidamente foram criados vários instrumentos de dívida e de emissão de crédito, fazendo com que a participação de ativos monetários em relação ao total de haveres financeiros caísse rapidamente, enquanto os ativos financeiros, em meados dos anos setenta, alcançavam uma participação do PIB já bastante elevada, equivalente ao que os EUA possuíam na década anterior e que haviam demorado 100 anos para atingir.

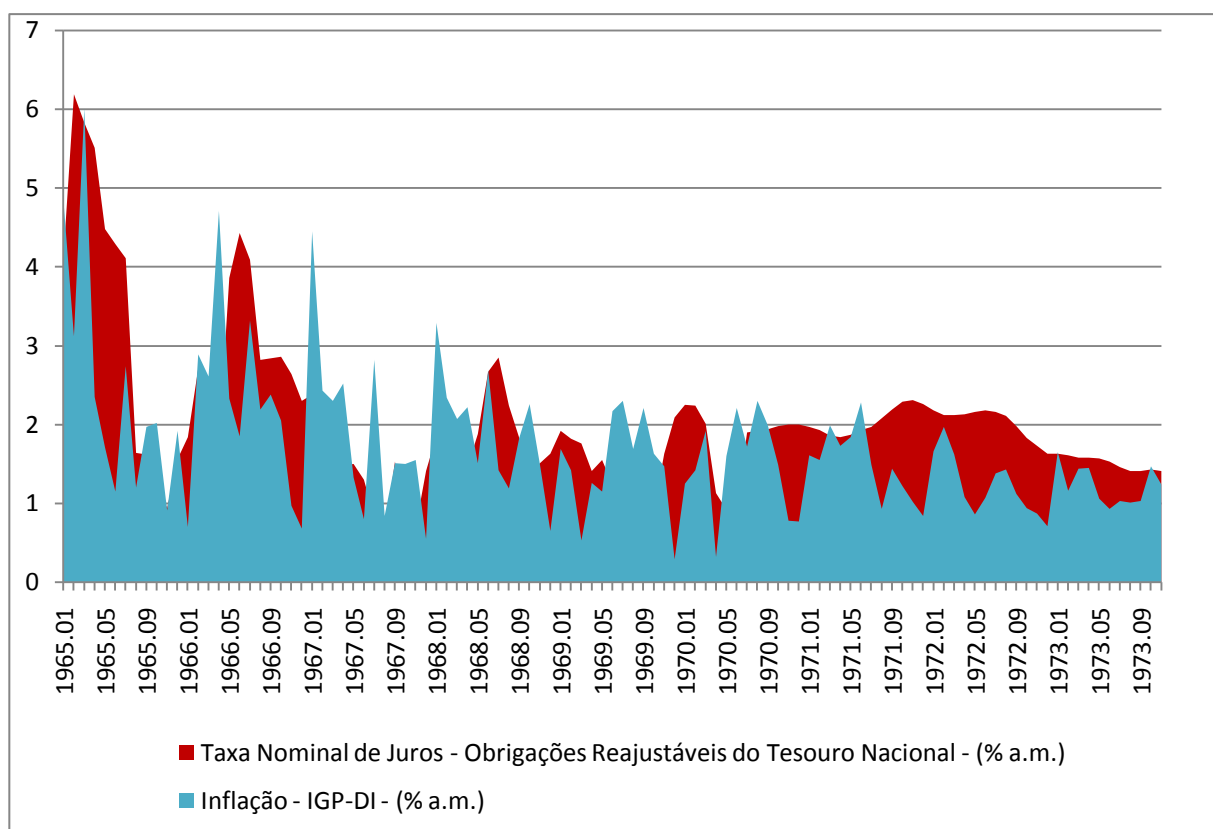
²⁰⁸ - Apesar de outros países terem também recorrido à indexação a preços em seus títulos públicos, como forma de alongar o prazo médio de sua dívida (ver, por exemplo, o caso de Israel), a singularidade do caso brasileiro se dá, nessa fase, pelo fato de 100% do estoque da DPMFi, durante toda a segunda metade dos anos sessenta, estar atrelada unicamente à variação de preços do mercado de bens, bem como pelo fato de, ao contrário do que se poderia esperar, apresentar um duration bastante reduzido apesar do recurso à indexação.

Desde as suas origens, as ORTN, por serem títulos líquidos e negociáveis, acabaram sendo utilizados para sustentar um circuito financeiro privilegiado, com o pretexto de servir ao controle monetário e ao de financiar eventuais déficits públicos. Desde o início, esses títulos acabaram se constituindo em base de expansão para o processo de circulação financeira. Como, diferente das dívidas não negociáveis, a dívida pública mobiliária não tem limites, salvo a confiança dos agentes no Estado, as reformas acabaram justamente por se constituir em elementos capazes de ampliar o grau de credibilidade do Estado e do sistema financeiro pela forma como se estruturou sua operação.²⁰⁹

Dessa forma, os gestores da DPMFi adotaram, desde o início, mecanismos de incentivo para atrair a poupança privada para si. As novas ORTN, por serem dotadas de cláusula de correção monetária, protegendo os agentes da depreciação do poder de compra, por se comprometerem com o pagamento de cupons atraentes, caracterizados por significativas taxas reais de juros (ver figura 3.5), e pela redução dos prazos efetivos de retorno, com a utilização da sistemática do prazo decorrido (menor duration), acabaram por se constituir num marco na história do endividamento público brasileiro. Primeiramente, pela crescente importância que a dívida mobiliária doméstica passaria a ter como forma alternativa de financiamento do setor público no Brasil, mas também, diante de um cenário de crescente dominância financeira do capitalismo contemporâneo, faria com que ao longo dos anos a DPMFi acabasse por se traduzir numa importante expressão do próprio processo de financeirização da economia brasileira.

²⁰⁹ - Tavares (1983).

**Figura 3.5 – Taxa Nominal de Juros das ORTN x Taxa de Inflação pelo IGP-DI:
(dados mensais, 1965-1973)**



Fonte: IPEADATA.

Como as operações de crédito, nesse momento, eram essencialmente realizadas por bancos oficiais, e objetivavam promover o crescimento econômico, e como a inflação, a partir de 1968, era "mascarada" pelos controles de preços da CIP, as taxas reais de juros deveriam ser baixas, em especial, diante de um cenário de forte liquidez internacional, no qual as taxas reais de juros praticadas pelos países centrais eram negativas (ver figura 2.2). Entretanto, como se pode observar pela figura acima, dada as exigências da valorização financeira do capital, a história no Brasil acabou sendo bem distinta.²¹⁰

²¹⁰ - Diante de um cenário de dominância financeira, a DPMFi acabou por exercer um importante papel na condução da política macroeconômica brasileira, apresentando desdobramentos no nível de investimento, emprego e renda. Ver MADI, Maria A. C. e FERNANDES, Orlando Assunção. As transformações do Estado: os impactos da financeirização na gestão da dívida pública mobiliária interna. Trabalho apresentado no 52º Congresso Internacional de Americanistas, Sevilha, ESPANHA, julho de 2006.

Após a década de sessenta, o sistema financeiro brasileiro se especializou muito mais na função intrínseca de valorização financeira, dada a própria forma como se constituiu e se operacionalizou o novo sistema, do que em cumprir as demais funções.²¹¹ De acordo com Tavares (1983), das grandes funções desempenhadas pelos sistemas financeiros em países desenvolvidos, o Brasil acabou por se especializar na função intrínseca de permitir o processo de valorização financeira do capital em escala ampliada.

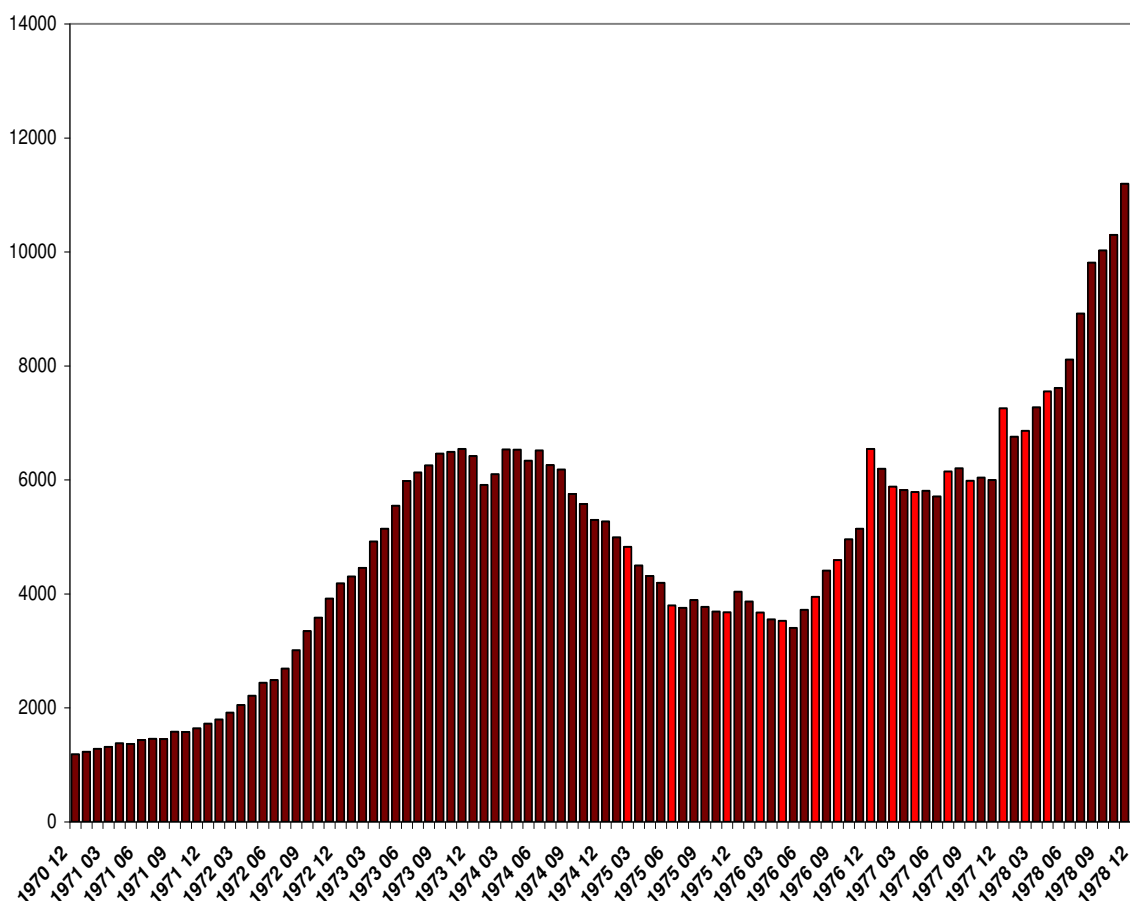
As reformas empreendidas no início do regime militar brasileiro acabariam por permitir assim o surgimento de dois tipos de moeda, a moeda legal, de curso forçado, e a moeda financeira. A criação da correção monetária, estendida a todos os ativos financeiros, propiciou a valorização do capital-dinheiro por um padrão definido pelo Estado, permitindo que este se tornasse um instrumento de valorização de si mesmo.

3.7.2 – ENDIVIDAMENTO EXTERNO E A AMPLIAÇÃO DO CIRCUITO DE VALORIZAÇÃO FINANCEIRA VIA TÍTULOS DE DÍVIDA DOMÉSTICA

A busca pela obtenção de novos recursos, somada à necessidade de esterilizar os efeitos dos acúmulos de reservas internacionais (ver figura 3.6), pela expansão da dívida externa, especialmente nos anos setenta, fez com que o Estado brasileiro criasse uma série de novos instrumentos e mecanismos capazes de estimular e satisfazer aos interesses daqueles agentes, em especial bancos e investidores institucionais, que, como vimos no primeiro capítulo, buscam a valorização do capital diretamente no esquema de reprodução $D - D'$, intensificando ainda mais a tendência ao rentismo - característica marcante do capitalismo contemporâneo - na economia brasileira.

²¹¹ - Segundo Tavares (1983: p. 109), as quatro funções são: 1) criar crédito ampliado com base na ampliação das relações entre empresas, famílias e instituições financeiras; 2) intermediar a transferência de capital entre agentes deficitários e superavitários; 3) gerir e direcionar os volumes de recursos para o processo de acumulação real; e, finalmente, 4) a função intrínseca que é de permitir a centralização de excedentes financeiros sem aplicação rentável e/ou segura no setor produtivo.

Figura 3.6 – Reservas Internacionais – conceito liquidez internacional em milhões de dólares (1970-1978)



Fonte: IPEADATA

A expansão exacerbada da dívida externa brasileira, ao longo dos anos setenta, acabaria por se constituir em instrumento coadjuvante para o fortalecimento do circuito de valorização financeira em nossa economia. Durante os anos sessenta e setenta, boa parte dos fluxos internacionais de capital foi direcionado a financiar, em grande medida, o déficit estrutural dos países em desenvolvimento. No Brasil, durante o conhecido período do milagre econômico brasileiro, o país pôde contar, além de uma forte e firme demanda externa por seus produtos, com uma ampliação dos mercados financeiros internacionais, permitindo-lhe quadruplicar sua dívida externa bruta (ver tabela 3.13) num intervalo de apenas seis anos que vai de 1967 a 1973. Este movimento se reforçou ainda mais, entre 1974 e 1982, com os petrodólares acumulados pelos membros da OPEP e reciclados para empréstimos aos países

em desenvolvimento. Tais recursos foram amplamente utilizados pelo Brasil, enquanto o fluxo financeiro internacional continuou seguindo uma orientação Norte-Sul. Contando com um mercado favorável aos tomadores, com prazos mais longos e menores spreads, aumentou-se, fortemente, o endividamento externo dos países em desenvolvimento.

Tabela 3.13 – Dívida externa brasileira em milhões de dólares (1967-1979)

Ano	Dívida Externa Bruta	Dívida Externa Líquida
1967	3.440	3.242
1968	4.092	3.835
1969	4.635	3.979
1970	6.240	5.053
1971	8.284	6.561
1972	11.464	7.281
1973	14.857	8.441
1974	20.032	14.763
1975	25.115	21.075
1976	32.145	25.601
1977	37.951	30.695
1978	52.187	40.292
1979	55.803	46.114

Fonte: IPEADATA.

A necessidade de obter novos recursos para honrar os juros e a amortização do principal da dívida externa anteriormente assumida, induzia a manutenção de elevadas taxas de juros domésticas como forma de atração de capitais. Isso associado ao amplo cenário de liquidez internacional dos anos setenta e as grandes captações de recursos externos, via estatais,²¹² gerava um fluxo crescente de dólares na economia brasileira. A fim de evitar emissões de moeda que viessem a pressionar ainda mais os índices de preços, o governo utilizava-se de operações de esterilização, ofertando títulos públicos no mercado financeiro.

²¹² - Para maiores detalhes sobre a importância das captações das estatais no processo de endividamento externo, ver Cruz (1993).

*“Julgando ‘enxugar’ com esta operação a ‘liquidez excessiva’ proveniente da ampliação da chamada ‘base monetária externa’, está-se em realidade criando uma máquina especulativa montada na esquizofrenia dos dois dinheiros (...)”*²¹³

Assim, o circuito de valorização financeira tem seu primeiro movimento atrelado à emissão de papéis de dívida interna que se destinavam a esterilizar a expansão monetária oriunda dos impactos provenientes do endividamento externo.

Tabela 3.14 - Meios de Pagamento e Títulos da Dívida Interna Federal em Poder do Público: Participação Percentual no PIB (1970-1979)

Final do Período	M1	Títulos Fed. Poder do Público
1970	18,3	5,1
1971	17,9	5,3
1972	18,4	6,9
1973	18,3	6,5
1974	16,8	6,4
1975	17,1	7,7
1976	15,2	8,9
1977	13,8	8,2
1978	13,4	8,7
1979	14,1	6,6

Fonte: IPEADATA.

A grave crise que assolou a economia brasileira, bem como a maioria das economias latino-americanas na primeira metade da década de oitenta, esteve nitidamente ligada a esse processo de endividamento externo praticado por tais economias durante a década anterior, as quais puderam contar com boa parte dos fluxos internacionais de capital para financiar parte significativa de seus déficits estruturais. O crescente envolvimento de fontes privadas de empréstimos, mais significativamente a partir dos anos setenta, em detrimento das fontes oficiais, acabou por conduzir a um processo de exposição a taxas flutuantes de juros, além de deixar grande parte da dívida soberana nas mãos de entes financeiros privados, o que teria efeitos dramáticos no início dos anos oitenta com o choque de juros promovido pela política

²¹³ - Tavares (1983: p. 133).

Volcker, como já discutido no primeiro capítulo. A combinação da elevação sem precedentes dos juros internacionais, do segundo choque do petróleo e da recessão norte-americana trariam sérias conseqüências a esses países.²¹⁴

Todavia, enquanto se pôde contar ainda com recursos externos, a crise não se fez sentir em toda a sua magnitude. Contudo, a escassez de recursos, que já começara a dar sinais com a insolvência polonesa em 1981, com a decretação da moratória mexicana em 1982, tornou-se insustentável. Os países em desenvolvimento, com a triplicação das taxas de juros internacionais acabaram por se deparar com grandes dificuldades para honrar os compromissos assumidos.

Tabela 3.15 – Balanço de Pagamentos Brasileiro: valores em milhões US\$ (1970-1985)

Anos	Exportações	Importações	Balança Comercial	Transações Correntes	Conta Capital e Financeira	Resultado do Balanço de Pagamentos
1970	2.739	2.507	232	-839	1.281	534
1971	2.904	3.247	-344	-1.630	2.173	537
1972	3.991	4.235	-244	-1.688	3.793	2.538
1973	6.199	6.192	7	-2.085	4.111	2.380
1974	7.951	12.641	-4.690	-7.504	6.531	-1.041
1975	8.670	12.210	-3.540	-6.999	6.374	-1.064
1976	10.128	12.383	-2.255	-6.426	8.499	2.688
1977	12.120	12.023	97	-4.826	6.151	714
1978	12.659	13.683	-1.024	-6.983	11.884	4.262
1979	15.244	17.961	-2.717	-10.708	7.624	-3.215
1980	20.132	22.955	-2.823	-12.739	9.610	-3.472
1981	23.680	22.086	1.594	-11.706	12.746	-625
1982	20.213	19.396	817	-16.273	12.101	-4.542
1983	21.900	15.428	6.472	-6.773	7.419	24
1984	27.005	13.937	13.068	95	6.529	7027
1985	25.639	13.169	12.470	-248	197	-457

Fonte: IPEADATA.

Dessa forma, a necessidade de executar um processo de ajuste nas contas externas, no início dos anos oitenta, engendrou uma forte pressão sobre as contas governamentais. A interrupção do fluxo de capitais externos, com a moratória mexicana de agosto de 1982,

²¹⁴ - Fernandes (2009: p. 50).

ocasionou o colapso do processo de financiamento baseado no crédito externo e o conseqüente aprofundamento da crise financeira do governo. Com os crescentes encargos de uma elevada dívida externa cuja a maior parcela estava estatizada, o setor público passou a ter que buscar financiamento junto ao setor privado, tornando-se o grande tomador de recursos da sociedade, principalmente por intermédio da colocação de títulos públicos domésticos.²¹⁵ A opção brasileira, diferente da mexicana, foi a de continuar pagando os compromissos externos assumidos, defendendo o setor privado dos impactos que esta crise traria para os setores mais expostos ao endividamento externo.²¹⁶

Os países em desenvolvimento, com a triplicação das taxas de juros internacionais acabaram por se deparar com grandes dificuldades para honrar os compromissos assumidos, levando alguns a moratória. Diante de tal situação, na qual alguns países se encontravam em estado de moratória declarada e outros sobre a tutela do FMI, o fluxo de capitais passou por uma nova reorientação.

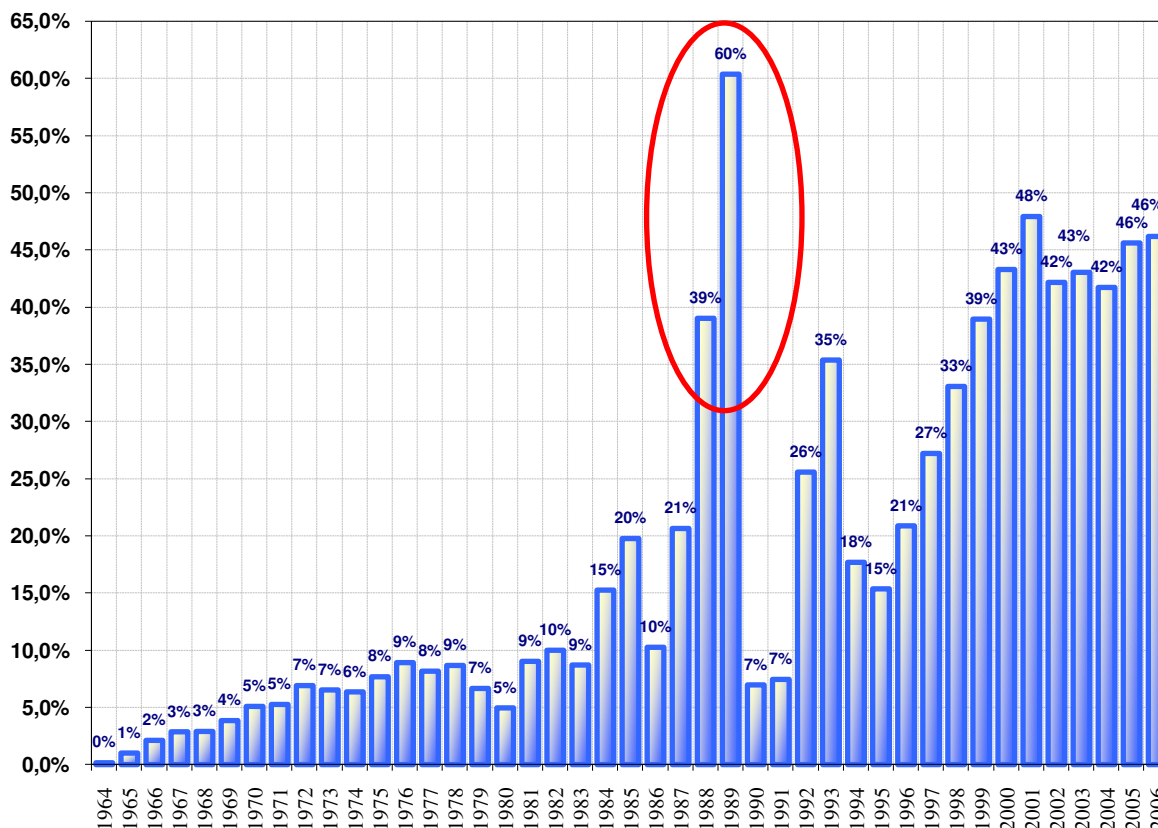
Com a interrupção da liquidez internacional, a partir dos anos oitenta, os títulos do Tesouro Nacional passaram a ser emitidos, não só para fazer frente às necessidades de rolagem da própria dívida mobiliária anteriormente emitida, como também para fazer frente às necessidades de financiamento dos déficits nominais, pressionados ainda mais pelo processo de estatização da dívida externa.

²¹⁵ - Belluzzo e Almeida (2002).

²¹⁶ - O ajuste externo promoveu uma acentuada pressão sobre as contas governamentais. Visto os altos riscos inerentes às dívidas em moeda estrangeira, o setor privado passou a transferir aceleradamente sua dívida externa para o governo. De acordo com Cruz (1993), esta expansão abrupta da dívida externa do setor público ocorreu basicamente por dois motivos. Primeiro, o setor privado passou a exigir do setor público a criação de mecanismos de distribuição do risco cambial, com os esquemas de depósitos em moeda estrangeira (DRME). Em segundo lugar, com recusa do setor privado pela opção do endividamento externo, tanto governos como empresas estatais passaram a ter que fazer, até de forma compulsória, grandes operações de empréstimos, com a finalidade precípua de fechar o balanço de pagamentos.

Como se pode observar na figura 3.7, o estoque da DPMFi se tornaria assim mais relevante a partir dos anos oitenta. Com a crise da dívida e o esgotamento do crédito externo, o financiamento da economia brasileira passaria a ser efetuado via poupança privada interna, através da emissão de títulos de dívida pública doméstica.²¹⁷

Figura 3.7– Evolução da Dívida Mobiliária Federal Interna em % do PIB (1964-2006)



Fonte: IPEADATA.

²¹⁷ - Para Batista Júnior (1989: p. 71): “Com a crise da dívida externa reduziu-se drasticamente o acesso do setor público àquela que vinha sendo a sua principal fonte de financiamento desde os anos 70. O colapso do crédito externo, combinado com a inviabilidade prática de reduzir, com a mesma velocidade e na mesma medida, as necessidades globais de financiamento do governo, levou a uma mudança na composição do financiamento público, isto é, a uma rápida e desestabilizadora substituição de crédito externo por fontes internas de financiamento.”

Porém, a intensa emissão de títulos públicos domésticos, elevaria as taxas de juros que, com a garantia da correção monetária, alavancariam consideravelmente a demanda por ativos financeiros com remuneração diária e liquidez próxima ao dos meios de pagamento, indo ao encontro ao processo de financeirização da riqueza.

3.7.3 - O OVERNIGHT E O PROCESSO DE VALORIZAÇÃO FINANCEIRA DO CAPITAL EM ESCALA AMPLIADA

A expansão inflacionária dos anos oitenta e a falta de credibilidade dos agentes na correção monetária fomentariam ainda mais a preferência por aplicações de curto ou curtíssimo prazos e conduziram a um processo de inovações nos mecanismos de indexação com a utilização da indexação a juros, intensificando-se as aplicações overnight.²¹⁸

As quase-moedas,²¹⁹ como ficaram conhecidas estas aplicações de curtíssimo prazo e de rentabilidade próxima da inflação, garantiam a função reserva de valor que aos poucos ia sendo perdida pela moeda legal de curso forçado por causa da inflação, ao mesmo tempo em que possibilitavam um elevado grau de liquidez que, juntamente com a possibilidade de transferência eletrônica de fundos, permitia a quase instantânea conversão das quase-moedas em depósitos à vista. A substituição da moeda tradicional pelas quase-moedas pode ser constatada, entre outros, pela redução do M1 como proporção do PIB, bem como pela maior participação dos títulos públicos federais em poder do público no total dos haveres financeiros.

²¹⁸ - O overnight era uma aplicação diária lastreada em títulos públicos, na qual a instituição financeira vendia um título público ao cliente, comprometendo-se a recomprá-lo no outro dia. Deste modo, a operação é executada no dia-a-dia e o aplicador tem garantido a liquidez diária, ou seja, tem a sua disposição, a qualquer momento, o dinheiro aplicado.

²¹⁹ - Para Madi (1993), as quase-moedas eram ativos financeiros não totalmente líquidos, pois não possuem a função poder liberatório. Contudo, como o tempo e o custo de conversão eram desprezíveis nesse momento, a moeda indexada acabou por se constituir em uma forma cristalina de quase-moeda.

Tabela 3.16 - Meios de Pagamento e Títulos Públicos: Percentual no PIB (1980-1989)

Final do Período	M1	Títulos Fed. Poder do Público	Títulos Est./Mun Poder do Público
1980	9,2	3,8	0,9
1981	9,2	7,1	1,4
1982	7,5	7,9	1,7
1983	4,9	5,1	1,4
1984	4,3	8,2	1,3
1985	4,7	10,8	1,4
1986	11,0	8,7	1,5
1987	4,6	10,1	1,8
1988	2,6	10,0	1,2
1989	1,7	10,2	2,0

Fonte: Relatórios do Banco Central do Brasil.

Com a falta de confiança dos agentes no sistema de correção monetária empregado nas ORTN, esta foi sendo gradativamente substituída pela correção informal baseada na taxa do overnight. A riqueza financeira passava a se concentrar neste tipo de operação que tinha como lastro títulos públicos de alto grau de liquidez. Este nível de liquidez era garantido pela própria atuação do Banco Central no mercado através do mecanismo de zeragem automática. Assim, os objetivos da indexação passavam a ser a manutenção da expansão da dívida pública em títulos e a valorização financeira da riqueza, dentro de um contexto de alta inflacionária, sob a forma de moeda indexada.

Aos poucos o sistema financeiro foi se adaptando, com a utilização desta forma indexação, aos novos níveis inflacionários e à crescente demanda por parte do público por ativos financeiros de alta liquidez, intensificando-se assim as operações de overnight. Com uma inflação ascendente, o mercado passou a privilegiar títulos pós-fixados, abandonando as LTN que, como vimos, tiveram sua participação, no total da dívida, assaz reduzida. Entretanto, como a grande parcela restante dos títulos era indexada à correção monetária da ORTN ou à taxa de câmbio, e a grande parte dos depósitos dos clientes eram remunerados pela taxa over, as instituições corriam o risco de descasamento de ativos e passivos, já que as mesmas estavam sujeitas às mudanças nas expectativas dos agentes e aos sinais emitidos pelos diferentes mercados de ativos. Assim, para reduzir o risco das instituições e garantir mercado para a colocação de seus títulos, considerando que as instituições financeiras eram as únicas

tomadoras finais dos papéis do governo, o Banco Central assumia o compromisso informal de manter o custo do over abaixo da remuneração média dos títulos públicos colocados no mercado, efetuando a zeragem automática da parcela de papéis que não obtivessem financiamento no mercado e, ainda, garantindo a realização da troca de papéis quando tal medida se mostrasse necessária. É nesse contexto que deve ser entendida a institucionalização da correção financeira com a criação das LBC e posteriormente das LFT após o insucesso do Plano Cruzado. A estratégia utilizada pelas autoridades monetárias passou a ser administrar a taxa de juros para evitar uma possível fuga dos agentes econômicos dos títulos da dívida pública, daí a utilização da correção financeira empregada nas LBC e LFT.

Desse modo, os bancos passaram a demandar títulos públicos, - como se pode constatar em um breve exame das operações ativas dos bancos comerciais privados ao final dos anos oitenta (tabela 3.17) - financiando-os com os recursos captados junto ao público, na forma de depósitos de *overnight*, fazendo com que a dívida mobiliária federal financiada no *overnight* passasse a ter importância crescente nas suas operações.

Tabela 3.17 - Principais Contas do Ativo do Balanço Patrimonial dos Bancos Comerciais Privados em porcentagem (1968-1989)

Fim do Período	Encaixe Voluntário	Encaixe Compulsório	Aplicações em Títulos	Empréstimos Totais	Operações Cambiais e DRME	Permanente	Demais Contas	Total do Ativo
1968	8,8	15,4	1,6	56,7	3,8	8,5	5,1	100
1969	7,2	13,7	2,0	58,0	3,5	7,8	7,8	100
1970	6,3	13,3	2,1	59,2	3,6	7,2	8,2	100
1971	6,8	11,9	2,9	61,1	5,1	5,9	6,4	100
1972	7,1	10,6	2,8	59,1	6,1	5,1	9,1	100
1973	7,8	11,9	2,8	60,0	6,6	4,4	6,6	100
1974	7,1	9,3	4,1	61,9	8,1	4,3	5,3	100
1975	6,1	8,4	5,4	65,3	5,6	4,1	4,6	100
1976	7,6	11,5	5,8	61,7	5,6	4,1	3,7	100
1977	5,5	13,7	4,3	60,3	8,0	4,4	3,8	100
1978	5,3	11,4	3,5	56,3	11,5	7,5	4,5	100
1979	4,0	9,6	3,2	54,3	14,7	8,3	6,0	100
1980	3,2	8,6	7,8	52,1	14,5	8,4	5,3	100
1981	4,0	5,9	9,2	48,6	18,8	9,6	3,8	100
1982	2,0	6,0	13,7	46,7	17,5	11,5	2,6	100
1983	0,4	3,9	8,8	40,3	32,1	10,4	4,1	100
1984	0,7	6,0	6,8	42,2	28,3	11,1	4,9	100
1985	1,1	5,1	9,8	50,2	18,5	13,2	2,1	100
1986	0,9	11,7	9,7	57,6	9,8	11,6	-1,2	100
1987	0,5	5,6	27,9	42,2	10,2	13,4	0,2	100
1988	0,6	1,2	39,1	53,7	18,6	12,4	-25,7	100
1989	0,6	0,4	27,5	43,7	28,8	13,4	-14,4	100

Fonte: Paula (1997: p. 138).

Entretanto, as conseqüências de uma dívida pública mobiliária interna financiada no dia-a-dia em operações de overnight eram, do ponto de vista do gestor, muito sérias. Primeiramente, porque a liquidez dos títulos públicos, garantida pelo sistema de zeragem automática e pelos compromissos de recompra, tornava a política monetária endógena, dependente das exigências e expectativas do mercado. O que se via eram as LFT como uma forma de moeda, que basicamente apenas distinguia-se da moeda convencional por ser remunerada e por não exercer a função de meio de pagamento. Em segundo lugar, porque as taxas nominais de juros, praticadas pelo Banco Central, eram extremamente elevadas, pois na medida em que objetivavam garantir mercado para os títulos públicos e atender a preferência

por rentabilidade e liquidez dos bancos, traziam um impacto negativo sobre as contas públicas, devido aos encargos da dívida.²²⁰

O sistema financeiro passou aos poucos a se adaptar a esta nova realidade, oferecendo produtos que se encaixassem dentro da nova realidade da economia brasileira, ou seja, uma economia vivenciando um processo de franca expansão inflacionária, tendo seus agentes econômicos expressado claramente sua preferência pela liquidez, através da excessiva procura pelas chamadas quase-moedas. Assim, as disponibilidades de caixa das empresas e das próprias instituições financeiras e a poupança das famílias passavam a ser canalizadas em investimentos de curtíssimo prazo lastreados em títulos públicos, exacerbando o circuito de valorização financeira do capital via títulos públicos.

A operacionalidade desse sistema estava intimamente vinculada à figura das cartas de recompra. Por meio delas, as instituições financeiras adquiriam títulos públicos, de prazos distintos, e financiavam sua aquisição com recursos captados junto ao público em operações de um dia, não correndo o risco do descasamento de prazos entre ativos e passivos. O Banco Central regulamentava essa operacionalidade, permitindo que as instituições financeiras fizessem acordos de recompra com títulos públicos, possibilitando que as mesmas pudessem ter um grau de alavancagem de até 30 vezes o seu capital. Assim, as instituições se utilizavam desse mecanismo para adquirir títulos públicos e financiá-los diariamente no mercado. Entretanto, esse tipo de arranjo criava sérias dificuldades para a operacionalização da política monetária, haja vista que uma elevação na taxa de juros implicava em perdas para instituições com alto grau de alavancagem, podendo, nos casos extremos, ter o próprio capital consumido, deixando a instituição insolvente.²²¹

²²⁰ - Como nos mostra Cardim de Carvalho (1993: p. 28): *“Isso porque, para impedir a ‘fuga’, não restaria ao BC outra conduta que não a de oferecer juros reais significativos aos aplicadores, evitando ao mesmo tempo oscilações dos juros nominais e reais para não estimular movimentos especulativos. Daí teria resultado a imobilização da política monetária, voltada para estabilizar os juros, ficando o controle da moeda como objetivo secundário.”*

²²¹ - Barbosa (1993).

A fim de eliminar os riscos de prejuízos para as instituições financeiras nas operações de recompra e sustentar o circuito de valorização financeira, os gestores da política econômica desenvolveram importantes mecanismos de proteção. Esses mecanismos consistiam: (i) no compromisso tácito do Banco Central em manter o custo do overnight inferior à remuneração média dos títulos públicos colocados no mercado; (ii) na garantia de trocar, caso necessário, a carteira de títulos do mercado, através da compra dos títulos antigos pelo Banco Central e venda de outros com uma rentabilidade mais próxima a taxa over; e (iii) no compromisso de zeragem automática da parte da carteira de títulos que não conseguisse financiamento do mercado.²²²

Nesse contexto, os três componentes da negociação ficavam satisfeitos. As instituições financeiras porque viam o risco destas operações ser praticamente eliminado; os clientes porque obtinham uma modalidade de aplicação que lhes garantiam proteção contra a inflação com elevado grau de liquidez, permitindo-lhes usufruir do circuito de valorização financeira do capital; e o governo, porque garantia uma espécie de mercado cativo para o financiamento de seus crescentes déficits nominais.

Dessa maneira, a iniciativa do Banco Central do Brasil em substituir a correção monetária pela correção financeira baseada na taxa over tinha como um dos seus objetivos reduzir o risco de prejuízos para as instituições financeiras alavancadas em títulos públicos, as quais financiavam suas carteiras com recursos captados nos chamados depósitos overnight.²²³ Este novo tipo de correção reduzia o risco de mercado²²⁴ da taxa de juros para as instituições alavancadas em títulos públicos.²²⁵ Ao governo, o uso da

²²² - Barros (1993).

²²³ - Carvalho (1996).

²²⁴ - O chamado **risco de mercado** é o risco que se incorre com a flutuação das variáveis as quais um ativo está vinculado como, por exemplo, índices de preços, taxas de juros e taxas de câmbio. O **risco de crédito** corresponde a maior ou menor possibilidade do devedor não cumprir com os compromissos firmados no contrato. Já o chamado **risco de liquidez** decorre da maior ou menor dificuldade que se pode incorrer na revenda do ativo, ou seja, da maior ou menor possibilidade da não renovação do passivo.

²²⁵ - O uso da correção financeira permitia uma mais estável relação entre taxas de captação e de aplicação, reduzindo o risco de taxas de juros (risco de mercado) para as instituições envolvidas na operação.

indexação a juros assegurava a manutenção da procura por seus papéis, permitindo a continuidade da captação de recursos necessários ao financiamento de seus elevados déficits nominais, mesmo que isso ampliasse ainda mais o custo da dívida mobiliária e representasse a subordinação da política monetária.²²⁶

Porém, a simples existência das LBC/LFT não eliminava totalmente o risco de prejuízos para as instituições financeiras fortemente alavancadas em papéis do governo. O risco continuava existindo caso estas não conseguissem financiar sua posição no mercado, sendo obrigadas a tomar recursos a taxas superiores à média do over. Assim, o Banco Central se valia do mecanismo da zeragem automática, assegurando às entidades financeiras o financiamento a taxas equivalentes à média do dia do sistema SELIC, caso estas não conseguissem absorção desses recursos no mercado, mantendo assim o circuito de valorização financeira.

Os bancos aceitavam tal política porque dispunham de acesso ao financiamento por parte do Banco Central, caso não o obtivessem no mercado. Deste modo, se o volume de reservas disponíveis não fosse suficiente, o Banco Central adquiria os títulos que sobravam como se fosse um aplicador de overnight; caso contrário, se o volume de reservas fossem excessivas, executava uma operação inversa. Com tal exercício, o Banco Central sancionava a demanda dos aplicadores, estimulando as instituições a ampliar ilimitadamente suas carteiras de títulos financiados diariamente em mercado.²²⁷

Como não havia demanda por papéis de prazos superiores a alguns dias, a dívida acabava por se constituir em lastro da chamada moeda indexada. Dessa forma, a dívida securitizada doméstica fornecia liquidez diária para cada agente econômico, e como sua conversão para moeda corrente era feita de forma quase imediata, ela acabava por concorrer com a moeda legal de curso forçado em sua função de poder liberatório. Dessa forma,

²²⁶ - Para Brandão (1991: p. 372), a autoridade monetária perdia assim “(...) a iniciativa e o poder de ajustar a liquidez da economia, de acordo com os interesses de política monetária, beneficiando assim, indiretamente, a administração da liquidez de cada banco”.

²²⁷ - Carvalho (1993).

quaisquer medidas que viessem a ameaçar a sustentabilidade dessa operacionalidade eram descartadas, pois poderiam conduzir a fuga dos agentes das aplicações financeiras em direção aos bens e ativos reais.²²⁸

Ao final dos anos oitenta, o sistema financeiro era assim dominado pelas chamadas quase-moedas, - o que se pode constatar pela crescente participação dos depósitos a prazo, em detrimento aos depósitos à vista, na estrutura do passivo dos bancos comerciais privados (ver tabela 3.18) - que permitiam a continuidade do processo de financiamento do déficit nominal do setor público, a rolagem diária da dívida mobiliária pré-existente, ao passo que satisfaziam os desejos dos agentes econômicos por rentabilidade real, ex-ante, e liquidez próxima a dos meios de pagamento. Nesse cenário, o que se via era uma intensificação do processo de transferência de riqueza para o circuito financeiro, via operações de overnight, sendo que toda esta sistemática era sancionada pelas autoridades governamentais. O medo da fuga dos agentes das aplicações financeiras, imobilizava a política monetária, impedindo qualquer tentativa de rompimento do sistema de indexação dos haveres financeiros.²²⁹

²²⁸ - Zini Júnior (1989).

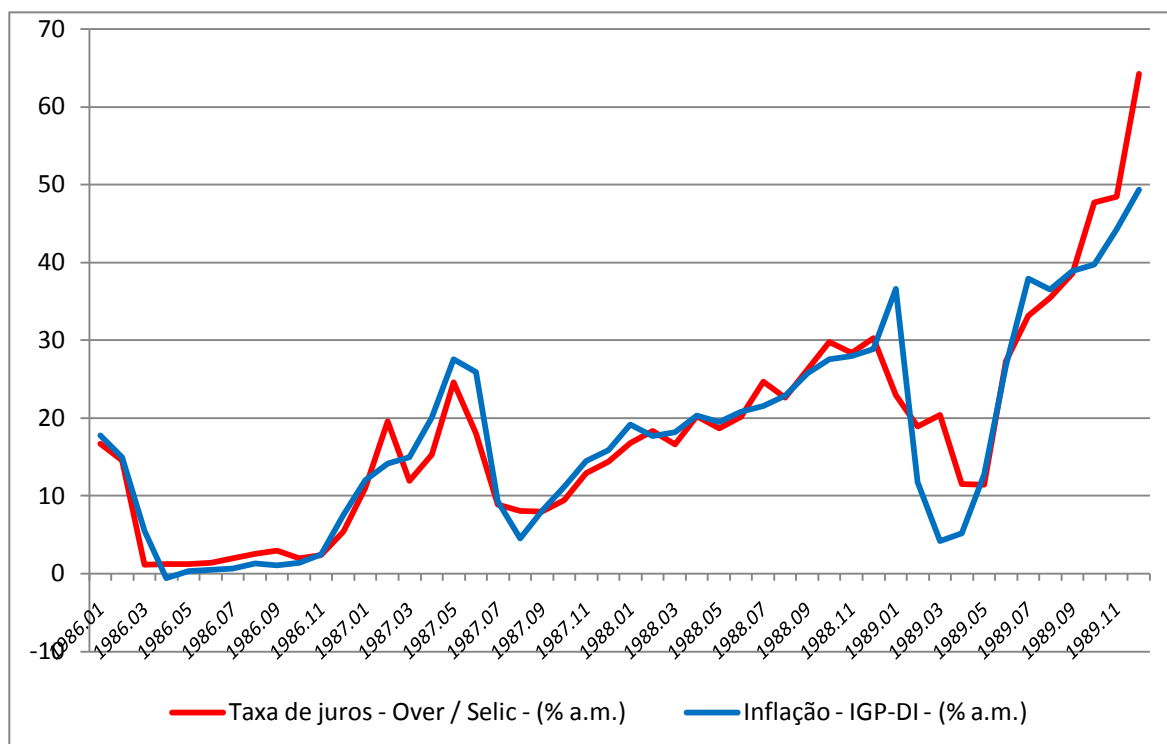
²²⁹ - Carvalho (1996).

Tabela 3.18 - Principais Contas do Passivo do Balanço Patrimonial dos Bancos Comerciais Privados em porcentagem (1968-1989)

Fim do Período	Depósitos à Vista	Depósitos a Prazo	Obrig. c/ Autoridade monetária	Obrig. c/ Entidade Fin. Oficial	Obrig. p/ Arrecad.	Operações Cambiais	Recursos Próprios	Total do Passivo
1968	64,7	7,9	5,2	2,0	3,2	5,1	12,0	100
1969	60,6	6,9	6,2	1,9	3,4	8,4	12,7	100
1970	59,0	7,7	5,4	2,3	3,1	9,7	12,8	100
1971	53,3	8,2	4,6	3,5	6,3	11,7	12,3	100
1972	49,5	9,4	4,5	3,4	6,7	15,5	11,1	100
1973	52,4	8,1	4,1	2,4	5,4	16,4	11,2	100
1974	49,8	7,3	4,8	3,0	6,6	17,7	10,8	100
1975	51,3	7,5	7,4	3,0	6,4	13,5	10,8	100
1976	43,9	8,1	6,6	3,2	6,6	20,2	11,4	100
1977	38,6	10,7	7,3	3,4	6,7	21,4	12,0	100
1978	32,8	13,7	5,4	3,2	5,4	26,3	13,1	100
1979	31,5	13,9	4,2	3,2	4,5	32,2	10,5	100
1980	30,5	10,3	4,6	3,0	5,2	36,1	10,3	100
1981	23,8	9,6	5,0	2,6	5,0	41,9	12,1	100
1982	18,9	11,8	4,6	3,1	5,1	42,9	13,6	100
1983	11,6	11,9	2,6	1,9	2,3	56,2	13,5	100
1984	9,8	18,0	0,8	1,3	3,5	53,0	13,6	100
1985	16,0	21,9	0,2	1,4	2,7	41,0	16,8	100
1986	30,4	29,3	0,2	1,2	1,8	22,4	14,6	100
1987	12,5	41,3	1,3	1,9	1,7	24,1	17,2	100
1988	4,7	33,5	0,1	2,9	1,5	34,0	18,1	100
1989	1,1	22,4	0,1	2,0	0,8	45,0	22,3	100

Fonte: Paula (1997: p. 143).

Assim, ao manter em funcionamento esta sistemática, as autoridades se comprometiam a conceder juros elevados e altos níveis de liquidez aos títulos públicos, o que obviamente expandia de forma crescente a dívida pública, agravando, ainda mais, a já grave situação financeira do setor público. Ao mesmo tempo, o Banco Central acabava ficando responsável por administrar as taxas diárias de overnight às expectativas de inflação, evitando oscilações bruscas nas taxas de juros reais, como podemos observar na figura 3.8.

Figura 3.8 – Evolução da taxa mensal do IGP-DI e da taxa Over Selic (1986–1989)

Fonte: IPEADATA.

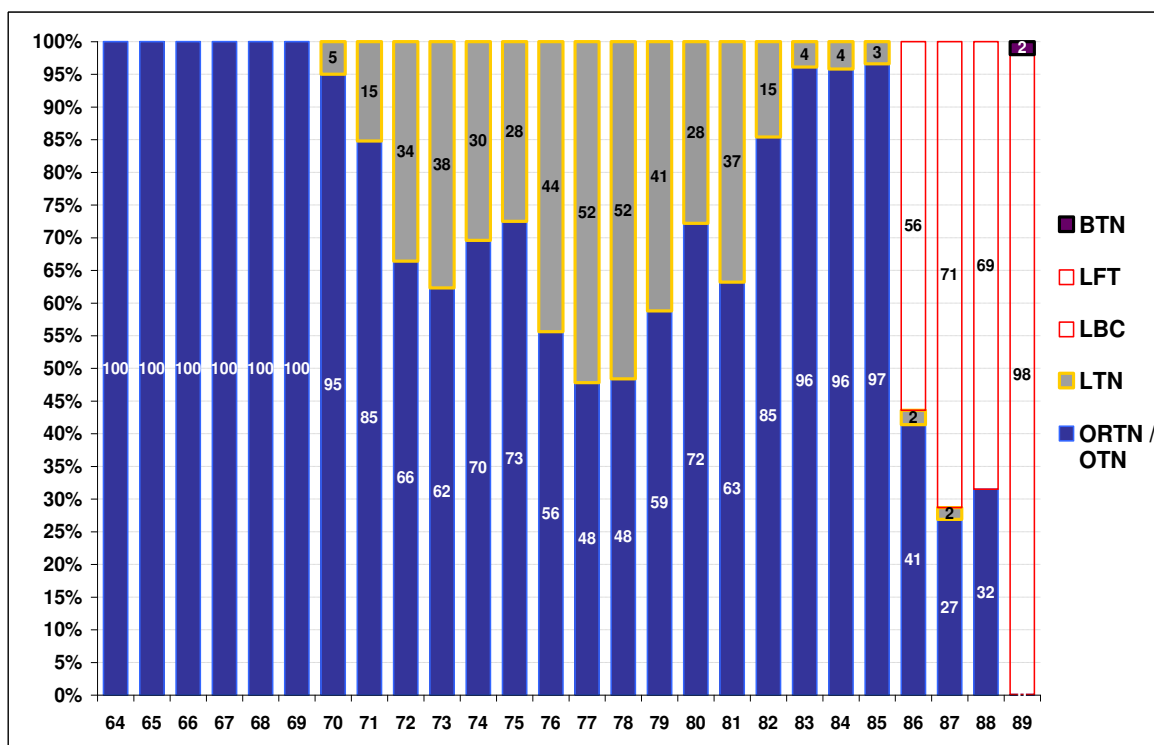
Estes procedimentos seriam o grande ponto diferenciador da experiência brasileira com inflação alta das de outros países que passaram por situações semelhantes. Em vez de uma possível dolarização formal da economia, como aconteceu em diversos países, o Brasil optou por criar substitutos próximos da moeda,²³⁰ que possibilitaram a manutenção de uma fonte de financiamento para os elevadíssimos déficits nominais do Estado, monopolizando quase que integralmente a poupança privada em torno de títulos públicos. Para isso, os gestores, como vimos no capítulo anterior, atendiam aos interesses dos agentes por rentabilidade e liquidez, exacerbando o circuito de valorização financeira do capital. Isso acabaria sedimentando, nos agentes econômicos, uma cultura de ganhos elevados, - mesmo que em alguns momentos fossem apenas nominais, já que ficavam mascarados pela chamada ilusão monetária - com alta liquidez e risco de crédito reduzido (quando comparado a outros ativos financeiros disponíveis), fortalecendo o processo de dominância financeira na economia brasileira,

²³⁰ - Para Madi (1993), as inovações financeiras acabaram sendo um reflexo das necessidades e exigências do mercado para dar continuidade ao processo de refinanciamento da dívida pública de curto prazo.

exercida essencialmente por uma sistemática de valorização financeira através de operações com títulos de dívida pública interna.

O resultado dessa política pode ser visto pela singularidade do estoque da DPMFi ao final dos anos oitenta, apresentada na figura 3.9. Ao final de 1989, com o resgate das LBC e das OTN, o mercado passou a contar apenas com dois títulos de emissão do Tesouro Nacional, os Bônus do Tesouro Nacional (BTN), que registravam uma participação de 2,1% no estoque total, com maior destaque para as que possuíam cláusula de indexação cambial, e as Letras Financeiras do Tesouro (LFT), que ao final deste ano alcançavam uma participação de 97,9% no total da dívida em poder do público. **A LFT, com sua correção financeira, acabaria, desta forma, constituindo-se, nos últimos anos da década de oitenta, como a principal, e porque não dizer, a única fonte significativa de obtenção de recursos do governo federal por intermédio da dívida mobiliária.**

Figura 3.9 - Composição da dívida mobiliária federal em poder do público (1964-1989)



Fonte: ANDIMA (1994).

Desse modo, ao final dos anos oitenta, o governo brasileiro carregava uma dívida doméstica em papéis que, simultaneamente, era extremamente curta e praticamente toda indexada a taxa de juros, sendo a pequena parcela restante indexada ao câmbio (ambas, portanto, pós-fixadas pelo mercado de ativos), resultando, como vimos no capítulo anterior, no pior tipo de perfil de dívida, agravando as tensões no gerenciamento da dívida pública mobiliária e evidenciando o processo de subordinação do Estado, ao qual Hobson já fazia menção.

O reconhecimento da gravidade da situação e o descontrole da inflação ao final dos anos oitenta acabariam por conduzir os gestores da política econômica do Governo Collor a decretar o bloqueio de liquidez e a promover um amplo processo de reestruturação da dívida pública mobiliária doméstica, como veremos no próximo capítulo.²³¹

²³¹ - À época, como nos mostra Carvalho (1996), havia dois blocos de economistas separados em torno da questão da dívida interna mobiliária. Um bloco que considerava que o total de títulos federais em poder do público não era tão grande e que se o novo governo se comprometesse a honrar os seus compromissos e em aplicar um programa mais rígido de austeridade fiscal, o problema do endividamento interno estaria solucionado. O outro grupo, mais pessimista, acreditava que o problema do endividamento mobiliário interno brasileiro era muito grave e necessitava de medidas mais contundentes. Para eles, a gravidade estava sedimentada em torno de três questões: a) o forte crescimento apresentado pela dívida durante os anos oitenta, em especial, na segunda metade da década; b) o tamanho do seu estoque em relação ao total de haveres financeiros e; c) as condições de financiamento dessa dívida, integralmente pós-fixada e de curto prazo.

IV – A GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA INTERNA NO BRASIL (1990-2006): LIBERALIZAÇÃO, ESTABILIZAÇÃO E PRESERVAÇÃO DA INDEXAÇÃO

4.1 – INTRODUÇÃO

Diante de um cenário caracterizado por inflação e baixo crescimento, acentuaram-se no Brasil as expectativas de que o livre jogo das forças do mercado global viabilizaria, por si só, o crescimento econômico. Observou-se assim, a partir dos anos noventa, uma mudança na condução da política econômica em direção aos princípios presentes no chamado “Consenso de Washington”. A adesão a esses princípios ocorreria com tamanha intensidade que acabaria conduzindo a uma radical reavaliação do desenvolvimentismo e das políticas de substituição de importações que marcaram o Brasil e a América Latina durante os anos de ouro da era Bretton Woods.²³² Essa adesão acabaria resultando também em uma forma quase hegemônica de se pensar a economia em seus aspectos macroeconômicos, dentro do que ficou conhecido como o Novo Consenso em Macroeconomia (NCM).²³³

De acordo com o NCM, o mercado é tido como essencialmente estável, e políticas de estímulo à demanda agregada, em especial via política fiscal, são vistas como causadoras de instabilidades na economia de mercado.²³⁴ Sob esse prisma, o orçamento público deve então procurar se manter em situação de equilíbrio ou, preferencialmente, o Estado deve procurar gerar poupança pública. Nesse novo contexto, os mercados, em especial, os mercados financeiros, operam sob a lógica das expectativas racionais, e essas expectativas são refletidas rapidamente no mercado de ativos. As flutuações nos preços dos ativos passam a ser determinadas pelo grau de credibilidade que os agentes depositam nas políticas econômicas,

²³² - Coutinho e Belluzzo (1996).

²³³ - Arestis e Sawyer (2006).

²³⁴ - Para os adeptos do Novo Consenso em Macroeconomia, a utilização da política fiscal, enquanto instrumento de incentivo à demanda agregada, pode exercer apenas impactos de curto prazo nas variáveis reais, além de ser vista como geradora de instabilidades e, portanto, tida como ineficiente. Para os seguidores do NCM, a preocupação da política fiscal deve ser apenas contrabalançar despesas e receitas, especialmente através de cortes de gastos, de tal forma que conduza a situações de equilíbrio orçamentário ou de geração de superávits primários.

balizadas nas informações disponíveis e nos julgamentos que os mesmos fazem sobre os governos. No novo consenso, a política monetária deve ter um único objetivo, ou seja, manter a inflação em níveis bastante baixos, sendo operacionalizada em função de metas pré-determinadas de inflação por um banco central independente, o qual deve se preocupar em manter um elevado grau de credibilidade junto aos agentes, promovendo exclusivamente a estabilidade de preços.²³⁵ A inflação é tida como um fenômeno estritamente monetário e, no longo prazo, não há trade-off entre taxa de desemprego e inflação. Com o NCM, tem-se um retorno aos princípios da Lei de Say, pelos quais o nível de demanda efetiva não exerce papel determinante no nível de atividade econômica e, portanto, choques de demanda apenas pressionam os níveis de inflação e das taxas de juros. Finalmente, o Estado deve caminhar na direção de um menor grau de intervenção na economia, garantindo basicamente a preservação da ordem, a segurança pública e das fronteiras, o cumprimento das leis e dos contratos. Simultaneamente deve buscar prover serviços de infra-estrutura, garantir proteção à propriedade privada e aos direitos de propriedade intelectual, e evitar excessiva regulamentação no comércio e nos investimentos internacionais, bem como nos mercados financeiros, caminhando em direção à liberalização comercial e financeira.²³⁶

A guinada da política econômica em direção a esses princípios, começaria a ocorrer, no Brasil, a partir do início dos anos noventa, simultaneamente ao retorno dos fluxos voluntários de capital privado para a América Latina,²³⁷ num quadro de intensa liquidez internacional, elevado diferencial dos juros reais, avanço da liberalização financeira e predomínio das finanças, e corresponderia ao abandono da política anteriormente vigente, em favor da adoção de uma nova política baseada na hegemonia alcançada pelo ideário neoliberal,²³⁸ a qual se

²³⁵ - Arestis e Sawyer (2006).

²³⁶ - Arestis e Sawyer (2001).

²³⁷ - Para Coutinho e Belluzzo (1996), embora a reversão do fluxo de capitais tenha tido papel central no sucesso das novas experiências de estabilização desses países, o crédito acabou sendo revertido às idéias advogadas pelo Consenso.

²³⁸ - *“A hegemonia do pensamento neoliberal instituiu um novo paradigma, em que o predomínio das relações de mercado minimizaria incisivamente o papel que deveria ser desempenhado pelo Estado. Sob a égide da globalização (...), a política de desenvolvimento se reduziria à criação das condições propícias para atrair investidores, lubrificando-se ao máximo a liberdade privada de acumulação”*. Idem (1996: p. 129).

fundamenta na implantação de reformas econômicas com nítida inclinação pró-mercado, que na prática se expressavam na busca pelo Estado mínimo, austeridade fiscal, abertura comercial, altas taxas reais de juros e num processo de liberalização financeira,²³⁹ inclusive aos capitais com natureza meramente especulativa.

Os defensores da liberalização financeira²⁴⁰ em países em desenvolvimento, apontam os seguintes benefícios que dela decorreriam: a) a redução do custo do crédito doméstico, com a poupança interna sendo complementada pela poupança externa; b) a possibilidade de diversificação do risco por possibilitar assumir posições em ativos não disponíveis no mercado interno; c) a possibilidade de complementação do investimento interno com a entrada de investimentos externos, os quais permitiram ao país ter acesso a novas tecnologias; d) uma maior eficiência nos serviços financeiros prestados, oriunda da competição entre agentes internos e externos.²⁴¹

Várias medidas foram assim tomadas no início dos noventa com o intuito de promover a desregulamentação e a liberalização financeira, - abrindo a economia brasileira ao capital estrangeiro - colocando-as como panácia para os graves problemas econômicos brasileiros.²⁴² Entre elas podemos citar: i) introdução da taxa de câmbio flutuante; ii) abertura do mercado de

²³⁹ - Para Sinapi (2005), o Consenso de Washington impôs o processo de liberalização financeira como uma condição indispensável para o crescimento econômico mundial, subestimando a necessidade de investimentos na infra-estrutura institucional dos países antes da reforma financeira propriamente dita.

²⁴⁰ - Arida (2004), por exemplo, afirma que a abertura da conta de capital, desde que combinada com políticas macroeconômicas sólidas e sustentáveis ao longo do tempo - leia-se estabilidade fiscal, câmbio flutuante e outras medidas coadunadas com o Novo Consenso Macroeconômico - traz ganhos de bem estar ao permitir uma melhor alocação de capital e diminuir o impacto das flutuações de renda sobre o consumo.

²⁴¹ - Madi (2004).

²⁴² - Para se ter uma idéia mais clara desse processo, vale, por exemplo, examinar a Circular nº 2202 do Banco Central do Brasil, de 22/07/1992, na qual são dadas novas diretrizes ao chamado Programa Federal de Desregulamentação, na área específica do mercado de câmbio. No artigo 1º da circular são introduzidas alterações no regulamento do mercado de câmbio, a fim de alterar, por exemplo, os limites e condições aplicáveis às transferências financeiras ao exterior; permitir às agências de turismo e operadores credenciados realizar arbitragens de moedas estrangeiras no exterior; flexibilizar a abrangência do uso do cartão de crédito internacional, entre outras medidas.

capitais aos investidores institucionais estrangeiros²⁴³ e a integração das Bolsas brasileiras, especialmente no âmbito do Mercosul; iii) favorecimento fiscal nos investimentos em ações para não residentes; iv) autorização para a emissão de certos tipos de títulos no mercado internacional e isenção de imposto de renda sobre juros e comissões decorrentes; v) permissão de troca de contratos firmados na forma de juros fixos em juros flutuantes (swap de juros); vi) fim da obrigatoriedade de visto do Banco Central nos contratos de câmbio, entre outras.²⁴⁴

A adoção do câmbio flutuante, aliada a uma maior liberalização na conta de capital, estimulou o ingresso de capitais externos, tanto via investimentos diretos, como via investimentos em carteira. O volume de reservas internacionais percebeu, logo de início, uma forte expansão, com um crescimento de mais de 120% no período que vai de dezembro de 1991 a dezembro de 1992. Tal tendência de acúmulo de reservas continuaria nos anos seguintes, constituindo-se em um dos argumentos-chave para a opção de se estabelecer, após a implantação do Plano Real, o sistema de bandas cambiais. Esse intenso aumento do fluxo de capitais, permitiu ao Brasil, mais do que equilibrar o saldo do balanço de pagamentos, acumular um forte volume de divisas, mesmo que na presença de elevados déficits comerciais e em conta corrente, - oriundos do processo de abertura comercial e da sobrevalorização do câmbio - via a obtenção de significativos superávits na conta financeira. Entretanto, esse grande influxo de recursos externos, via investimentos em carteira, atraídos pelas elevadas taxas reais de juros praticadas, combinadas com um regime de câmbio livre e um menor controle de capitais, impôs a necessidade de se proceder a um processo de esterilização desses capitais, a fim de evitar o recrudescimento da inflação.

Num cenário de recomposição da liquidez externa, marcado por taxas internacionais de juros mais baixas, e com o retorno dos fluxos voluntários de capital privado, como mencionado no primeiro capítulo, a liberalização financeira²⁴⁵ seria também um marco para o

²⁴³ - Os investidores institucionais estrangeiros são gestores profissionais de pequenas poupanças individuais que buscam diversificar seus portfólios em mercados internacionais.

²⁴⁴ - Madi (1993) e Paula (1997).

²⁴⁵ - Do início da década de noventa até ao final de 2006, várias outras medidas foram tomadas no sentido de aprofundar o grau de liberalização financeira da economia brasileira. Uma das mais recentes, relativa ao mercado

processo de gestão da DPMFi. O aprofundamento do processo de liberalização financeira acabou por fazer com que o país ficasse mais exposto aos sistemas financeiros globalizados, sofrendo rápida e intensamente o chamado efeito contágio das crises externas,²⁴⁶ trazendo dificuldades adicionais à gestão da dívida mobiliária interna, dada as exigências feitas pelos agentes tomadores para continuar demandando papéis de dívida pública.

A utilização dessa política, no início dos anos noventa no Brasil, impôs assim novos desafios aos gestores da DPMFi. À necessidade de se proceder a um intenso processo de esterilização de base monetária, pressionada pelo forte influxo de capitais externos, somou-se, logo de início, à necessidade de amortecer o impacto da liberação dos cruzados novos confiscados no Plano Collor. Para demandar esse maior volume de títulos de dívida disponibilizados pelo Estado, os investidores passariam a exigir novos instrumentos de dívida, mais ajustados a seus interesses; maior flexibilidade no processo de negociação dos papéis; taxas reais de juros crescentes; e prazos menores de vencimento. Como veremos, todas essas exigências acabariam sendo sancionadas pelos gestores da DPMFi, acentuando ainda mais o processo de financeirização da riqueza e a tendência ao rentismo na economia brasileira.

Para tentar evidenciar tais questões, dividimos este capítulo em cinco seções, além dessa introdução. Na seção 2, discutimos o processo de reestruturação da dívida mobiliária interna pública promovido pelo Governo Collor no início dos anos noventa. Na seção seguinte, evidenciamos o processo de criação de vários novos instrumentos de dívida pública interna, ressaltando, em especial, o papel das Notas do Tesouro Nacional em um cenário de forte ingresso de capitais externos. Nas seções 4 e 5, mostramos os efeitos não permanentes da estabilidade promovida pelo Plano Real sobre o mercado de títulos de dívida pública e a abrupta reversão desses efeitos na composição da dívida após as crises asiática e russa, decorrentes do maior grau de exposição da economia brasileira às nuances dos mercados

de títulos de dívida pública, foi introduzida pela Lei nº 11.312, de 27/06/2006, que concede isenção de imposto de renda para investidores não-residentes que venham a adquirir papéis de dívida doméstica.

²⁴⁶ - Para Carneiro (1999: p. 21), a continuidade do fluxo de capitais em direção aos chamados mercados emergentes, ao incorporar esses países ao mercado global de capitais, trouxe a ocorrência de crises nesses países e a possibilidade de sua generalização em uma crise global.

financeiros globalizados, após a liberalização financeira, o que conduziu a uma maior exposição da dívida mobiliária às flutuações de preços no mercado de ativos, em especial, com a retomada da indexação ao câmbio. Finalmente, na última seção, mostramos a evolução desse processo ao longo do segundo Governo FHC, com a ampliação do estoque de títulos atrelados ao câmbio e com retomada das emissões de LFT, bem como as características da dívida mobiliária interna após a eleição do Presidente Lula, com a gradativa queda dos papéis indexados ao câmbio no estoque total da DPMFi, mas que ainda continuou marcada pelo curto prazismo e por um perfil ainda fortemente composto por papéis indexados (especialmente a taxa de juros), mesmo diante de um cenário de consolidação da estabilização, austeridade fiscal e de uma conjuntura internacional extremamente favorável.

4.2 - A REESTRUTURAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA INTERNA NO INÍCIO DOS ANOS NOVENTA

Ao final dos anos oitenta, a inflação, medida pelo IGP-DI, superava a marca dos 1780% a.a. Diante de uma inflação tão elevada, que em dezembro de 1989 beirava a marca dos 50% a.m.,²⁴⁷ e com a falta de confiança por parte dos agentes econômicos nos antigos mecanismos de correção monetária, devido às alterações promovidas pelo governo na sua forma de cálculo, quase toda a riqueza financeira havia se deslocado para as operações de overnight. Desse modo, o que se observou durante os anos oitenta, mais intensamente na segunda metade da década, é que durante esse período, o Banco Central do Brasil financiou os déficits nominais do governo, através da colocação de títulos públicos que se transformavam em moeda indexada no sistema financeiro, utilizando-se para isto de mecanismos (zeragem automática e garantias de recompra) que garantissem às instituições certas condições “racionais” para que as mesmas pudessem se superalavancar em títulos públicos.

²⁴⁷ - Segundo Cagan (1956), um processo hiperinflacionário começa quando a elevação do nível geral de preços ultrapassa a marca dos 50% ao mês. Nos três primeiros meses de 1990, a inflação medida pelo IGP-DI superou a marca dos 70% a.m.

O problema mais evidente dessa sistemática estava na subordinação da política monetária, ou seja, de instrumento de gestão da demanda agregada, transformava-se em instrumento de preservação da riqueza, pois, como vimos no capítulo anterior, esta se tornava totalmente passiva às alterações de comportamento do mercado. A elevação do total de títulos da dívida pública federal em poder do público era assim reflexo também da forte expansão das chamadas quase-moedas no Brasil (moeda indexada).

No início dos anos noventa, a situação do endividamento público era muito grave, com o total da dívida mobiliária interna em posse do mercado batendo todos os recordes (ver figura 3.7). A dívida apresentava seu menor prazo médio e estava, em quase sua totalidade, lastreada em papéis indexados a taxa over. A conjuntura desfavorável dos anos anteriores e a difícil situação do endividamento público doméstico brasileiro, - caracterizado por um elevado estoque, quase que integralmente lastreado em papéis indexados pelo mercado de ativos e de curtíssimo prazo médio - faziam com que as preocupações iniciais do novo governo fossem a redução do volume total da DPMFi, a ampliação do seu prazo médio e a alteração do seu perfil.

Diante desse cenário, - agravado pela deterioração do quadro fiscal-financeiro e pela falta de credibilidade na política econômica do governo anterior, com o insucesso em conter o processo inflacionário - o novo governo, empossado em 1990, e eleito após quase trinta anos pelo voto direto, confeccionou e implantou, logo ao assumir, um novo e questionado plano de estabilização,²⁴⁸ que lançava mão, além da prefixação de preços e salários, do bloqueio da liquidez.²⁴⁹

²⁴⁸ - Pelo plano econômico lançado em 16/03/1990, foram convertidos de cruzados novos para cruzeiros, o meio circulante, os depósitos à vista e os depósitos de poupança, as contas remuneradas, os depósitos de overnight e depósitos a prazo no limite de NCz\$ 50.000,00. Os valores acima ficariam retidos por 18 meses recebendo correção monetária de acordo com a variação da BTN mais 6% de juros ao ano.

²⁴⁹ - O Plano Collor também procurou promover um amplo processo de desindexação da economia, criando uma nova unidade contratual, a TR (Taxa Referencial). A TR era determinada pela média ponderada das taxas de juros praticadas em CDBs prefixados de 30 dias, aos moldes da Prime Rate americana e da Libor londrina. A idéia era tentar eliminar a memória inflacionária através da formação das taxas de juros baseadas na expectativa da inflação futura e não na trajetória da inflação passada.

Além do chamado “confisco de ativos”, o Governo Collor reformularia também algumas práticas até então utilizadas pelas autoridades governamentais,²⁵⁰ entre as quais: i) a suspensão, em maio daquele ano, do sistema de zeragem automática;²⁵¹ ii) a reativação das operações de assistência financeira de liquidez, e iii) o retorno à emissão de títulos prefixados, em substituição às LFT, com o intuito de melhorar a qualidade da DPMFi e tornar mais eficiente a condução da própria política monetária.²⁵²

Assim, no que se refere especificamente à gestão da dívida mobiliária, com o bloqueio de liquidez decretado pelo Plano Brasil Novo,²⁵³ as autoridades buscaram promover o alongamento do prazo médio da mesma, reduzindo simultaneamente o estoque de dívida indexada. As LFT, com a decretação do Plano Collor,²⁵⁴ foram sendo substituídas compulsoriamente pelas BTN-E.

As LFT, como vimos no capítulo anterior, caracterizaram-se, durante os últimos anos do Governo Sarney, como o principal título da dívida pública mobiliária doméstica, perfazendo 98% do seu estoque total. Como as LFT apresentavam vencimentos mais curtos e eram indexadas ao over, a sua simples troca pelas BTN-E, que apresentavam prazos mais longos e correção desvinculada a taxa de juros, permitiu ao governo atingir os dois objetivos simultaneamente, ou seja, ampliar o prazo médio da dívida, ao passo que diminuía a exposição do setor público às flutuações dos preços dos ativos, reduzindo os encargos financeiros da dívida. O plano partia da concepção de que não seria possível voltar a ter uma política monetária efetiva, sem que se eliminasse a moeda indexada. Entretanto, com as forças da

²⁵⁰ - Os Planos Collor I e II acabariam por exercer um substancial impacto em toda a institucionalidade criada nos anos oitenta para assegurar o convívio dos agentes econômicos num cenário de alta inflação.

²⁵¹ - O fim da zeragem automática acabou com o processo de financiamento diário das instituições financeiras que não encontravam demanda no mercado para sua carteira de títulos.

²⁵² - Fernandes (1999).

²⁵³ - Plano Brasil Novo era o nome oficial do Plano Collor I, decretado apenas um dia depois da posse do Presidente Fernando Afonso Collor de Melo, em 16 de Março de 1990. Para maiores detalhes sobre o Plano Collor ver Carvalho (1996).

²⁵⁴ - A tentativa de estabilização, via bloqueio de haveres financeiros, segundo Carvalho (2003), durou apenas seis meses. Em setembro o insucesso do plano era evidente, com as políticas monetária e cambial voltando aos padrões praticados ao final da década de oitenta.

financeirização já bastante presentes na economia brasileira, preferiu-se a escolha pelo bloqueio de liquidez, a se correr o risco de uma fuga em massa dos aplicadores.

Assim, no período compreendido pelo Governo Collor, a dívida pública apresentaria uma trajetória inédita de redução em seu estoque. Esse processo de queda no total de dívida esteve ligado ao plano de estabilização proposto pela equipe econômica do novo governo logo no dia seguinte à sua posse, em 16 de março de 1990. O Plano Collor, através do chamado bloqueio da liquidez²⁵⁵ ou do congelamento de mais de 70% dos ativos financeiros existentes no país naquele momento, exerceu um significativo impacto sobre o estoque total de dívida pública, haja vista o ajuste patrimonial que se expressou na ampliação dos prazos e no perfil da dívida.²⁵⁶

Esse impacto sobre a dívida foi exercido por intermédio da compulsória troca do estoque de dívida mobiliária em poder do mercado por outra que ficaria retida durante 18 meses²⁵⁷ e que seria corrigida pela variação da BTN mais uma taxa de 6% a.a. Tal operação promoveu não só uma ampliação do prazo médio da dívida, bem como permitiu ao governo pagar pelos títulos públicos internos uma remuneração inferior, dado que se deixava de remunerar os papéis de dívida pela taxa SELIC. Isto possibilitou também uma maior liberdade no processo de condução da política monetária, dado que eventuais variações nas taxas de juros não afetariam da mesma forma o estoque de endividamento, dada a já mencionada substituição compulsória de papéis.

²⁵⁵ - O bloqueio de liquidez de grande parte dos haveres financeiros derrubou abruptamente a inflação que havia alcançado a impressionante marca dos 80% no mês de fevereiro de 1990. Nos primeiros meses a inflação ficou na casa dos 10% a.m., mas, ao final do ano, a inflação já estava de volta à casa dos 20% a.m.

²⁵⁶ - Além de elevar os prazos e substituir as LFT, o impacto do Plano Collor sobre o estoque de dívida foi complementado ainda pela incidência de uma taxa extraordinária, via IOF, sobre depósitos de overnight.

²⁵⁷ - Os valores em cruzados ficariam recolhidos no Banco Central durante ano e meio, sendo remunerados pela correção monetária mais juros reais de 6% a.a. Após esse período de dezoito meses, começariam a ser liberados em doze parcelas.

Desse modo, além de estender o prazo médio da dívida, diminuindo concomitantemente sua remuneração, o bloqueio de liquidez pretendia também conter um processo de intensa remonetização, com a forte migração das quase-moedas para os meios de pagamento, fenômeno característico em períodos pós-estabilizadores. A idéia era evitar a remonetização e a conseqüente canalização desses recursos para a demanda, o que viria de encontro aos objetivos de estabilização.

Tabela 4.1 – Prazo Médio da Dívida Pública Mobiliária Doméstica (1989-1993)

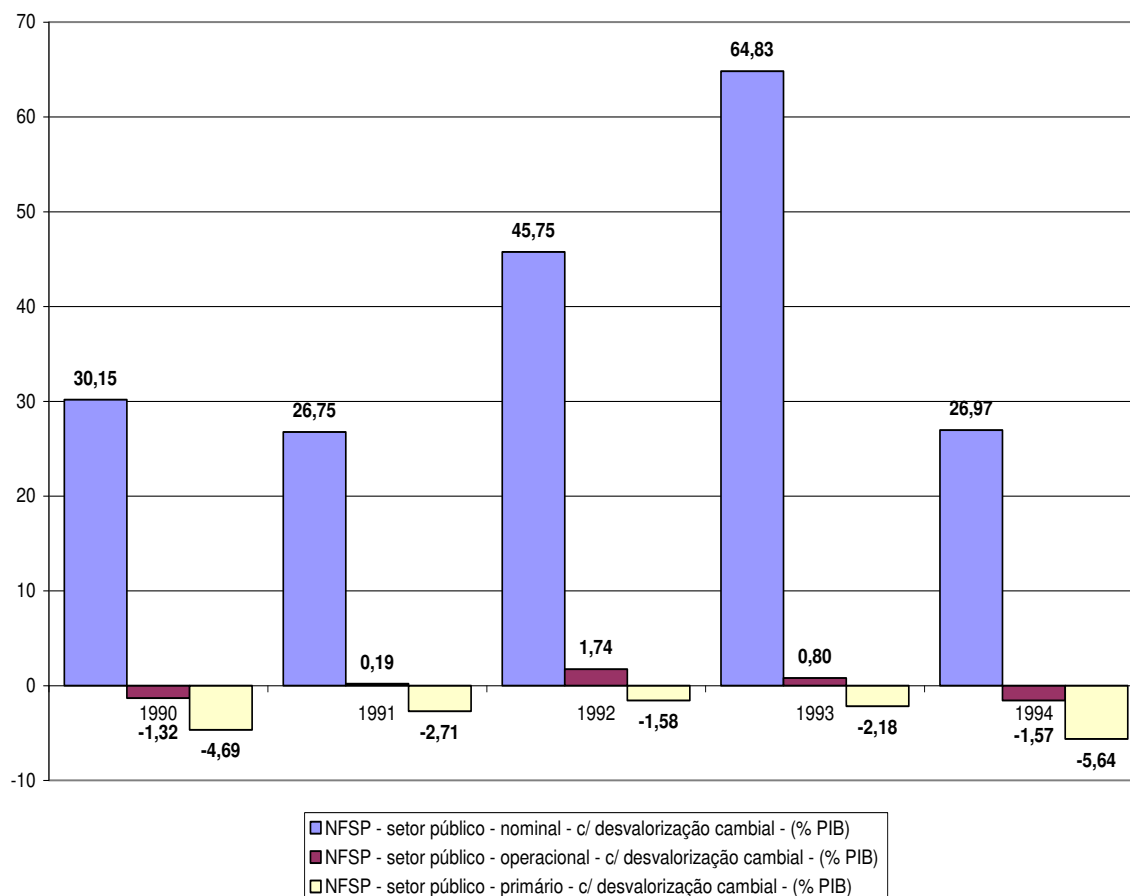
Anos	1989	1990	1991	1992	1993
Prazo Médio	18m 08d	38m 20d	30m 04d	22m 24d	07m 22d

Fonte: ANDIMA (1994).

Os impactos do bloqueio de liquidez permitiram, como se pode observar pela análise da figura 4.1, uma gradativa melhora nas necessidades de financiamento do setor público, revertendo a tendência de expansão dos déficits nominais dos anos anteriores (ver figura 3.3). Já a melhora no resultado primário, constatado nos primeiros anos da década de noventa, foi influenciado também por uma série de medidas que visavam alavancar os níveis de arrecadação como, por exemplo, a criação da CSLL, da COFINS, no lugar do antigo Finsocial, e a implantação da Ufir como indexador para passivos fiscais. Ao mesmo tempo, pelo fato dos saldos do Tesouro Nacional não terem sido bloqueados, somados à permissão de se utilizar os saldos congelados no “confisco” para pagamento de débitos fiscais,²⁵⁸ propiciou-se um incremento nas receitas públicas.

²⁵⁸ - De acordo com Carvalho (2003), a combinação da permissão para transferência de saldos retidos (cruzados) entre particulares; utilização dos cruzados bloqueados para pagamentos de impostos e para pagamentos de dívidas já assumidas antes do dia 15/03/1990 contribuiu para que o impacto do bloqueio de liquidez ficasse abaixo do esperado.

Figura 4.1 – Necessidades de Financiamento do Setor Público – Conceitos Nominal, Operacional e Primário com desvalorização cambial: 1990-1994



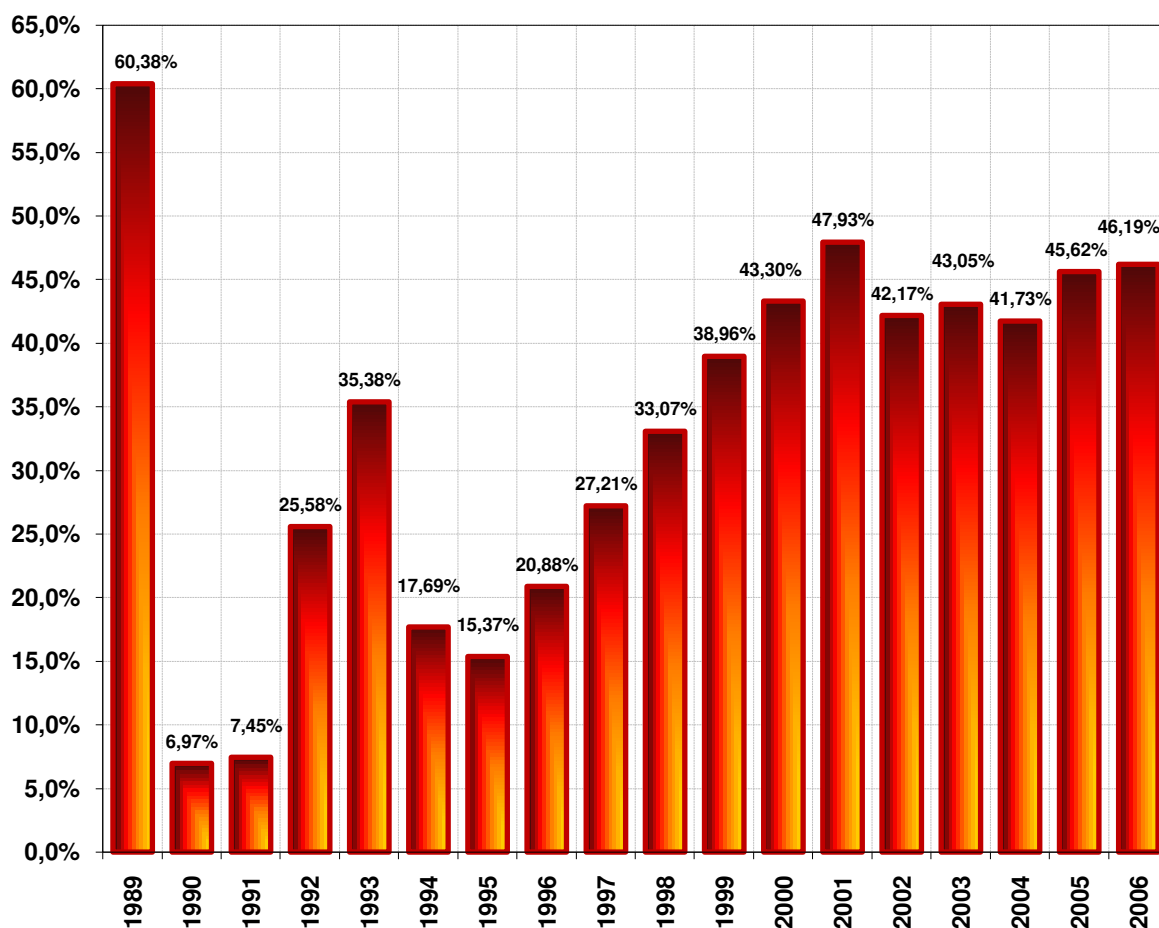
Fonte: IPEADATA.

Do lado das despesas não financeiras houve também uma tentativa de se reduzir os gastos com funcionalismo, derivado de uma mini reforma administrativa, e a redução das concessões de subsídios dentro do novo modelo econômico, que passava a priorizar a abertura comercial e financeira em detrimento ao modelo anterior.

Entretanto, o mais significativo em termos de resultado do setor público foi a queda nas despesas financeiras, influenciadas, principalmente, pela redução do custo da dívida e também, em parte, pelo arrefecimento das operações oficiais de crédito. Os gastos financeiros com pagamentos de juros apresentaram uma forte redução, devido ao impactos do Plano Collor no endividamento público, dado o alongamento do prazo médio da dívida, à

subindexação no início dos anos noventa e também à remonetização ocorrida em uma parcela de seu estoque, criando um ambiente que permitiu uma forte queda no estoque da dívida pública mobiliária doméstica.²⁵⁹

Figura 4.2 – Evolução da Dívida Mobiliária Federal Interna em % PIB (1989-2006)



Fonte: IPEADATA.

²⁵⁹ - Para Carvalho (1996) é inegável que o bloqueio, ao afetar a dívida mobiliária doméstica, gerou uma forte redução dos encargos financeiros do Tesouro.

A meta fixada pelo governo de superávit operacional de 2% do PIB para 1990 era considerada bastante auspiciosa frente às previsões de déficit operacional²⁶⁰ de 8%, o que suscitava grande desconfiança entre os economistas, prevalecendo entre eles uma atitude bastante cética.²⁶¹ Todavia, o que se viu foi o quase cumprimento dessa meta, com o setor público tendo realizado um superávit operacional de 1,32% do PIB em 1990.

Entretanto, com o fracasso do Plano Collor no que se refere ao controle da inflação,²⁶² - consultar tabela 4.2 - o governo federal pôs em prática mais uma nova tentativa de estabilização, o chamado Plano Collor II. Entre outras medidas, este novo plano de estabilização propunha mais um congelamento de preços e salários, a implantação da taxa referencial de juros (TR) e a criação dos Fundos de Aplicação Financeira (FAF).²⁶³

²⁶⁰ - O conceito de déficit/superávit operacional passou a ser utilizado no Brasil durante o acordo firmado com o FMI ainda no início dos anos oitenta (Governo Figueiredo), dentro do processo de socorro financeiro solicitado pelo Brasil em 1982 para fazer frente à crise da dívida externa e a moratória mexicana. Diante das dificuldades em cumprir as metas de déficit nominal solicitadas pelo FMI para liberação das parcelas do empréstimo stand by, os técnicos brasileiros alegavam que devido à existência da garantia da correção monetária nos títulos da dívida, diante da aceleração inflacionária, não era factível o cumprimento de metas estabelecidas em termos nominais. Assim as negociações com os técnicos do FMI levaram à fixação e utilização de metas de déficit/superávit operacional, os quais levam em consideração apenas as despesas com os juros reais pagos pela dívida, excluindo-se as correções monetária e cambial.

²⁶¹ - Fato é que a arrecadação manteve níveis mais elevados do que no período anterior e as despesas ficaram em patamar mais baixo. *“O ganho fiscal obtido pelas medidas do Plano Collor, portanto, não foi inteiramente transitório, como muito se afirmou na época. É certo que não se criou um quadro de equilíbrio inquestionável... mas também não se retornou à situação crítica anterior.”* Carvalho (1996: p. 179).

²⁶² - Para uma discussão sobre os motivos do fracasso do Plano Collor I em debelar a inflação, ver Carvalho (1996) e Carvalho (2003).

²⁶³ - Os Fundos de Aplicação Financeira foram criados pela Resolução nº 1787 do BCB de 02/02/1991. A Circular nº 1889, de 02/02/1991, que regulamentou a constituição e o funcionamento de fundos de aplicação financeira, de que trata a Resolução 1787, estabelecia as regras para a constituição desses fundos, das quais algumas nós reproduzimos abaixo:

Art. 1º. O fundo de aplicação financeira, constituído sob a forma de condomínio aberto, é uma comunhão de recursos destinados à aplicação em carteira diversificada de títulos de renda fixa.

Art. 4º. A administração de fundo de aplicação financeira poderá ser feita por banco múltiplo com carteira comercial ou de investimento, banco comercial, banco de investimento, caixa econômica, sociedade corretora de títulos e valores mobiliários ou sociedade distribuidora de títulos e valores mobiliários, sob a supervisão e responsabilidade direta de diretor da instituição.

Tabela 4.2 – Taxas de Inflação Anuais: IGP-DI e IPCA (1990-1994)

Ano	IGP-DI	IPC-A
1990	1476,7	1621,0
1991	480,2	472,7
1992	1157,8	1119,1
1993	2708,2	2477,2
1994	1093,9	916,5

Fonte: IPEADATA.

Os FAF foram criados num contexto em que o Plano Collor II, em seu arcabouço jurídico, tornava proibitivo o acesso a operações overnight por parte de pessoas físicas e jurídicas não financeiras. Desse modo, o objetivo formal da criação dos Fundos de Aplicação Financeira era tentar propiciar maior eficácia na utilização dos instrumentos de política monetária e ao mesmo tempo manter aberta a possibilidade de captação de recursos da sociedade via títulos públicos.

Os Fundos de Aplicação Financeira transformar-se-iam também em uma alternativa de aplicação para os recursos de curtíssimo prazo da sociedade, restaurando a demanda por papéis do governo e evitando uma migração desses recursos para o mercado de bens e ativos reais, o que pressionaria ainda mais os índices de preços.

Para garantir a procura por esses papéis, num cenário de perda da credibilidade dos agentes na capacidade do Estado em honrar seus compromissos, o governo obrigava os administradores dos Fundos a aplicarem, no mínimo, quarenta e três por cento dos recursos captados pelo fundo em títulos emitidos pelo Tesouro Nacional ou pelo Banco Central do Brasil, adquiridos exclusivamente em leilões de colocação primária.²⁶⁴

Art. 10º. O total dos recursos do fundo de aplicação financeira deverá estar representado por: I) 2% (dois por cento), no mínimo, em depósitos à vista; II) 43% (quarenta e três por cento), no mínimo, em títulos de emissão do Tesouro Nacional ou do Banco Central, adquiridos exclusivamente em leilões de colocação primária com remuneração a taxas de mercado (...). Grifo nosso.

²⁶⁴ - Paula (1997).

Com a autorização para a constituição dos Fundos de Aplicação Financeira, e a intensa expansão dos recursos alocados pela sociedade nesses fundos, ao longo de 1991, voltava-se a recompor a moeda indexada na economia brasileira, sancionando as forças da financeirização da riqueza na economia brasileira.

4.3 - A CRIAÇÃO DE NOVOS INSTRUMENTOS DE DÍVIDA E O ADVENTO DAS NTN

A melhora do quadro fiscal-financeiro do setor público brasileiro, - que de um déficit público operacional de 7,1% em 1989 passou a registrar um superávit operacional de 1,3% em 1990, baseado sobretudo na desvalorização compulsória de boa parcela da dívida pública - acabou não criando bases sólidas para garantir esse comportamento ao longo do tempo, como pudemos observar pela análise da figura 4.1.

A falta de êxito dos Planos Collor I e II em debelar o processo inflacionário, aliado a uma menor credibilidade dos agentes no Estado, após o “confisco de ativos”, fez com que surgisse certa repulsa por parte dos agentes tomadores em se alavancar em papéis de dívida pública, especialmente em papéis prefixados. Desse modo, com o intuito de garantir a procura por títulos públicos e a continuidade do processo de rolagem da dívida pré-existente, num cenário de liberação dos cruzados novos bloqueados e de forte ingresso de capitais externos, os gestores da DPMFi tiveram que lançar mão de novos instrumentos de dívida capazes de garantir a demanda por papéis, visando atender os diferentes interesses dos agentes tomadores. Vejamos como se desenrolou esse processo.

O Plano Collor, como vimos, exerceu importantes impactos sobre a operacionalidade do mercado aberto e sobre o estoque de ativos financeiros. O fim da zeragem automática e das chamadas contas remuneradas, e a substituição das LFT, conduziram a uma forte redução do estoque de títulos em poder do público, à redução do seu custo e ao alongamento do seu prazo médio.²⁶⁵

²⁶⁵ - Idem (1997).

Assim, a partir do segundo semestre de 1990, os gestores da DPMFi voltaram a emitir Letras do Tesouro Nacional. Contudo, para aceitar novamente títulos prefixados, o mercado exigia elevada rentabilidade, o que expandia fortemente o custo da dívida. Em 1991, com o insucesso no combate à inflação,²⁶⁶ somado à crise de liquidez dos bancos estaduais e à dificuldade de rolagem das dívidas estaduais com o fim das operações de overnight,²⁶⁷ passaram a haver ainda maiores dificuldades para a colocação de LTN no mercado.

Dada a perda de confiança dos agentes nos títulos do Tesouro Nacional, o Banco Central optou então por emitir um novo título de sua própria emissão, de tal forma que passaram a ser emitidos os Bônus do Banco Central (BBC),²⁶⁸ instituídos pela Resolução n.º 1.780/90, sendo o único título ofertado durante os primeiros meses de 1991.²⁶⁹

Esses novos títulos apresentavam as mesmas características das LTN, mas possuíam prazos mais reduzidos. Além disso, em um cenário de maior instabilidade macroeconômica, os agentes tomadores estavam mais predispostos a aceitar títulos do Banco Central do que títulos emitidos pelo Tesouro Nacional. Isso ocorria, primeiramente, pela baixa confiança dos agentes tomadores nos títulos do Tesouro Nacional, após o bloqueio de ativos promovido pelo Plano Collor. Em segundo lugar, porque os tomadores viam nos títulos emitidos pelo Banco Central, papéis mais adequados aos seus interesses, dada a sua maior agilidade nas operações.

Desse modo, em um primeiro momento, os gestores tentaram reduzir fortemente o prazo dos títulos para encontrar demanda para os papéis prefixados. Nesse contexto foram emitidas BBC de prazos curtos, variando entre 28 e 49 dias. Todavia, ao final desse mesmo ano, encontrando dificuldades para novas emissões de BBC, dada a retomada da ascensão dos

²⁶⁶ - O confisco de ativos não atingiu seu objetivo maior, isto é, impedir a monetização da economia após a brusca queda das taxas de inflação como já havia ocorrido com outros planos de estabilização anteriores.

²⁶⁷ - As dificuldades trazidas pelo fim do over aos Estados, segundo Loureiro e Barbosa (2003), obrigou o Governo Federal a realizar um processo de intervenção, realizando a substituição das Letras Financeiras dos Tesouros Estaduais por títulos federais.

²⁶⁸ - As BBC eram títulos prefixados que possuíam as mesmas características das LTN. A diferença residia, além da instituição emissora, no fato de que aquelas possuíam rentabilidade menor.

²⁶⁹ - Pedras (2003).

índices de preços, fez-se surgir a necessidade de emissões de novos papéis,²⁷⁰ que permitissem ampliar a fonte de financiamento do governo federal para fazer frente ao desbloqueio dos ativos financeiros confiscados, haja vista que, em setembro de 1991, após os 18 meses estabelecidos para o congelamento dos ativos, dava-se início ao processo de liberação²⁷¹ dos cruzados bloqueados²⁷² em março de 1990.

A malfadada tentativa do Plano Collor II em conter o ímpeto inflacionário, afugentou ainda mais os tomadores dos títulos prefixados. A falta de demanda por BBC, num cenário de antecipação da devolução dos cruzados novos²⁷³ fez com que o governo tivesse que lançar mão, mais uma vez, de mecanismos capazes de garantir a demanda, satisfazendo às exigências dos tomadores. A emissão das NTN com várias séries (tipos distintos de indexadores) visava atender às diferentes necessidades dos agentes, evitando um intenso processo de remonetização.²⁷⁴

O Tesouro Nacional criava assim novos títulos de sua emissão, as Notas do Tesouro Nacional (NTN). A idéia era criar um papel que encontrasse uma maior demanda de mercado. Para isso, as NTN foram emitidas com a possibilidade de serem corrigidas por diferentes tipos de indexadores. As NTN possuíam várias séries (para maiores detalhes, consultar anexos), que

²⁷⁰ - A Resolução 1841/91 do Conselho Monetário Nacional (CMN), autorizou também a emissão das Notas do Banco Central. As NBC eram corrigidas pela recém criada taxa referencial de juros (TR).

²⁷¹ - A liberação dos cruzados novos bloqueados pelo Plano Collor seria feita através dos Depósitos Especiais Remunerados (DER). Nessa conta, os cruzados novos, já convertidos em cruzeiros, receberiam remuneração pela variação da TR mais 8% ao ano, além de contar com liquidez diária. A idéia era tentar manter dentro do sistema financeiro esses valores, outrora bloqueados, evitando pressões inflacionárias.

²⁷² - A devolução dos cruzados novos bloqueados, de acordo com a Portaria nº 729 do Banco Central, seria feita em parcela única para valores inferiores a NCz\$ 200.000,00. Os valores superiores seriam liberados em 13 parcelas.

²⁷³ - Segundo Carvalho (1996), a liberação de parte dos recursos confiscados já havia iniciado desde os primeiros dias do Plano Collor. As chamadas torneiras começaram a apresentar vazamentos com autorizações para quitações de dívidas pré-assumidas antes da decretação do Plano Brasil Novo, para pagamento de impostos, para a quitação de folhas de pagamento das empresas, e para atender demandas de aposentados e pensionistas. Entretanto, a grande preocupação dos gestores concentrava-se no momento em que teria início a devolução gradativa dos recursos bloqueados.

²⁷⁴ - Paula (1997).

diferiam dependendo do tipo de indexador utilizado. Aquelas que mais se destacaram inicialmente foram as indexadas pelo IGP-M (NTN – Série C), pela TR (NTN – Série H) e pelo dólar (NTN - Série D).

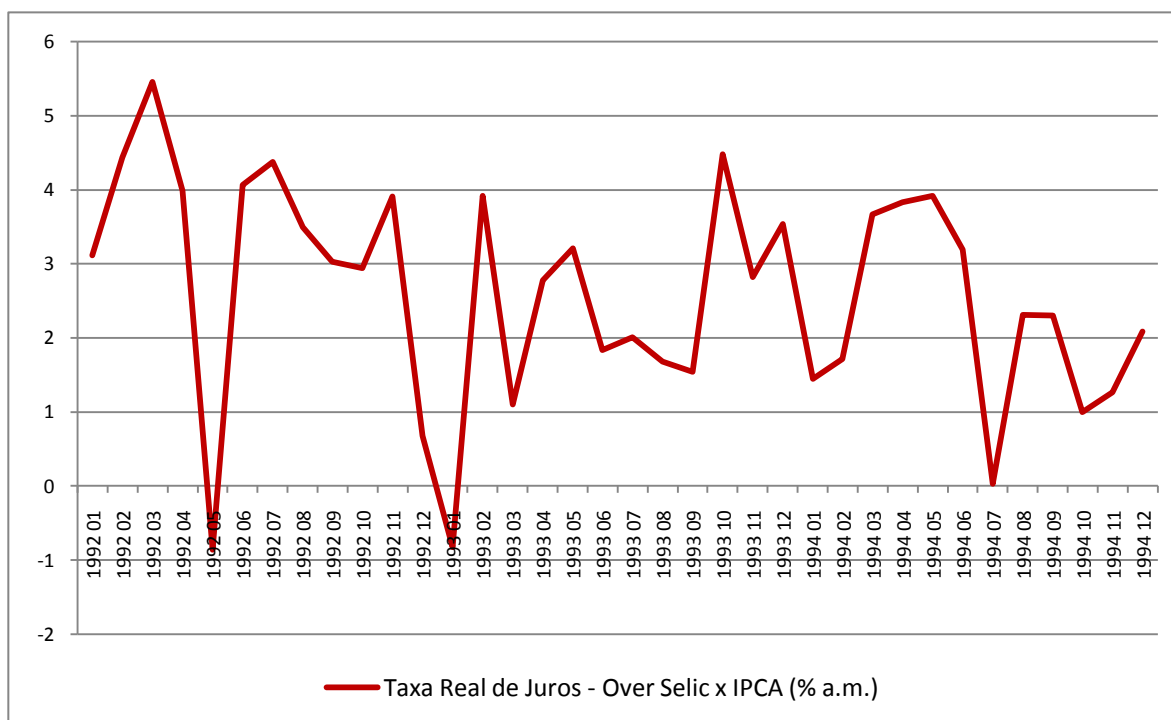
A idéia de criar vários tipos de NTN era permitir uma diversificação de papéis, a fim de expandir a demanda de títulos por parte de diferentes aplicadores, permitindo uma elevação da capacidade de financiamento do governo, possibilitando fazer frente à liberação dos recursos vinculados a BTN-E. Assim, os gestores da DPMFi, como num jogo de xadrez, observando ex-ante o movimento das peças, antecipavam-se ao processo, ao atrair demanda por papéis de dívida pública, através da oferta de um título com múltiplas possibilidades de remuneração.

Novamente, os gestores da DPMFi, dada as suas necessidades de financiamento em termos nominais ainda extremamente elevadas (como se pode observar pela figura 4.1), rendiam-se aos interesses dos agentes, ofertando um papel que, com a separação por séries, oferecia ao mercado correção por várias formas de indexação “ao gosto do freguês”. Se o tomador apostasse em uma desvalorização do câmbio, tinha sua demanda sancionada por NTN-D, se apostasse na elevação dos juros médios aplicados nos CDBs, tinha sua demanda sancionada por NTN-H, caso apostasse na aceleração inflacionária, tinha também sua demanda atendida. Como a aposta maior naquele momento era justamente na aceleração inflacionária, as que mais tiveram procura foram as NTN série C, indexadas ao IGP-M. As NTN-D, com correção cambial, foram colocadas no mercado a partir de 1991, mas, naquele momento, registraram uma demanda bastante reduzida. Somente em 1993 se constataria uma colocação mais intensa de NTN-D no mercado, porém com um prazo médio muito baixo.

Em 1992, influenciada pelas elevadas taxas reais de juros praticadas no período (ver figura 4.3), dado o ambiente de incertezas criado pela crise política diante do processo de impedimento implementado pelo Congresso, e que culminaria na renúncia do Presidente Fernando Afonso Collor de Melo, a dívida mobiliária interna apresentaria um intenso crescimento. Arelada à redução dos prazos dos títulos, especialmente após o início da

liberação dos saldos bloqueados,²⁷⁵ e ao aumento de sua remuneração com a emissão das NTN, a dinâmica da dívida entrou novamente numa trajetória perversa, com encurtamento de prazos e uma dívida crescentemente pós-fixada.

Figura 4.3 – Taxa Real de Juros Over Selic (% a.m.): 1992-1994



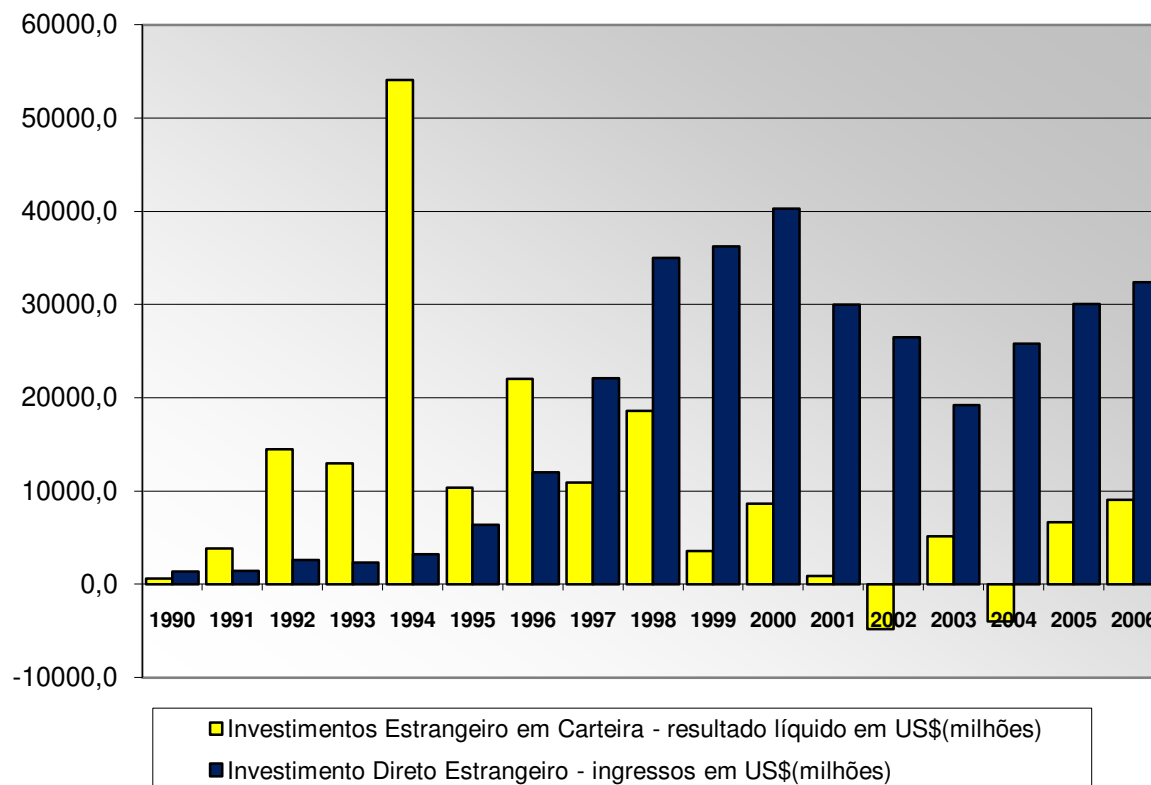
Fonte: IPEADATA.

Além disso, o ano de 1992 seria caracterizado também por forte ingresso de capital estrangeiro (ver figura 4.4). A fim de conter o efeito expansionista sobre os agregados monetários, o Banco Central passaria a realizar maciças operações de esterilização de base monetária, expandindo ainda mais o estoque de dívida mobiliária interna. Em um ambiente de instabilidade política e econômica, a rolagem de uma dívida doméstica, baseada principalmente em títulos prefixados, tornou-se cada vez mais difícil diante das exigências dos agentes tomadores por prêmios cada vez mais elevados e prazos cada vez mais exíguos.²⁷⁶

²⁷⁵ - Para Carvalho (1996), os ganhos obtidos pelo bloqueio de liquidez do Plano Collor, em termos de alongamento do prazo médio da dívida, acabaram sendo perdidos com a liberação dos cruzados novos.

²⁷⁶ - Loureiro e Barbosa (2003).

Figura 4.4 – Investimento Direto Estrangeiro e Investimento Estrangeiro em Carteira: em milhões de dólares (1990-2006)



Fonte: IPEADATA.

Durante o primeiro semestre de 1993, o Governo Itamar Franco procurou levar a cabo um processo de redução das taxas reais de juros do mercado, com o intuito de tentar promover um maior ritmo de crescimento econômico. No que tange ao perfil da DPMFi, procurou-se manter a participação dos títulos prefixados em um nível razoável.²⁷⁷ Entretanto, com taxas de inflação da ordem de 35% ao mês, e pressionado pelo mercado, com a sua sistemática recusa em adquirir títulos prefixados, mesmo os de curtíssimo prazo, o novo governo voltou a praticar uma política monetária mais restritiva, com a prática de taxas reais de juros elevadas, e os gestores passaram a ampliar as emissões de papéis pós-fixados, no caso as NTN. As BBC foram assim gradativamente sendo substituídas por emissões adicionais de NTN, fazendo com

²⁷⁷ - Um exemplo das dificuldades de se promover políticas de corte de juros em ambiente de financeirização é retratado no seguinte trecho retirado de Loureiro e Barbosa (2003: p. 21): “O início de 1993 foi um momento conturbado, diante da posição de parte do governo em reduzir os juros reais para promover o crescimento econômico. Esse movimento gerou problemas para o Banco Central na colocação das BBC em mercado, pois o prêmio de risco exigido pelas instituições financeiras para adquirir os papéis prefixados era incompatível com o abrandamento da política de juros reais elevados determinado pelo governo.”.

que a participação das BBC no total da dívida mobiliária passasse de 54,8% em 1992 para 22,0% em 1993 e das NTN subisse de 36,1% para 69,6%.

Tabela 4.3 – Participação dos Títulos Públicos no Estoque Total da Dívida Pública Mobiliária Interna (1990-1993)

Anos	1990	1991	1992	1993
NTN⁰	-	12,6%	36,1%	69,6%
BBC¹	-	16,0%	54,8%	22,0%
BTN²	4,9%	4,2%	0,1%	0,1%
LFT³	61,3%	61,3%	5,4%	3,8%
LBC⁴	1,4%	5,9%	3,6%	-
LTN⁵	32,4%	-	-	4,5%

⁰ - NTN – Nota do Tesouro Nacional

¹ - BBC – Bônus do Banco Central

² - BTN – Bônus do Tesouro Nacional

³ - LFT – Letra Financeira do Tesouro

⁴ - LBC – Letra do Banco Central

⁵ - LTN – Letra do Tesouro Nacional

Fonte: ANDIMA (1994).

Das Notas do Tesouro Nacional, vale ressaltar nesse momento também a maior oferta de NTN série D. No escopo de um processo de abertura financeira, com empresas e bancos aumentando sua exposição à variação cambial, com maiores captações de recursos no exterior, as NTN-D passaram a ser demandadas como uma interessante forma de proteção contra eventuais oscilações da taxa de câmbio (hedge). Além disso, era fundamental para os gestores da DPMFi contar com um título atrativo no mercado, dada a necessidade de se manter uma fonte de financiamento aos déficits nominais, bem como proporcionar condições de esterilizar o impacto sobre a base monetária do ingresso de expressivos volumes de capitais externos, o que resultou num elevado acúmulo de reservas internacionais²⁷⁸ que alcançaram, em junho de

²⁷⁸ - Segundo Carneiro (1999: p. 30), esse processo acabou gerando um ônus adicional para o setor público, oriundo dos diferenciais entre a taxa de juros paga pelos papéis da dívida pública doméstica e a taxa de juros externa recebida pela aplicação das reservas no mercado internacional.

1994, a marca dos US\$ 40 bilhões, dado o diferencial de juros internos e externos praticados ao longo do primeiro semestre de 1994.²⁷⁹

Tabela 4.4 – Reservas Internacionais: conceito liquidez internacional em milhões de dólares (1990-2006)

Anos	Reservas Internacionais
1990	9.973
1991	9.406
1992	23.754
1993	32.211
1994	38.806
1995	51.840
1996	60.110
1997	52.173
1998	44.556
1999	36.342
2000	33.011
2001	35.866
2002	37.823
2003	49.296
2004	52.935
2005	53.799
2006	85.839

Fonte: IPEADATA.

As NTN se transformariam assim, nesse período, no principal título da dívida pública doméstica brasileira até que, após as crises externas enfrentadas pela economia brasileira durante a segunda metade dos noventa, as LFT retomassem seu lugar de destaque, voltando a predominar no mercado de títulos de dívida pública.

²⁷⁹ - Paula (1997).

4.4 - A EXPANSÃO DE TÍTULOS PREFIXADOS NO PÓS-REAL

Em 1994, durante a Presidência de Itamar Franco, o governo implementaria uma nova tentativa de estabilização de preços, o Plano Real.²⁸⁰ **Apesar do sucesso do plano em controlar a inflação, a estabilidade dos preços, ao contrário do que alguns imaginavam, não seria suficiente por si só para pôr fim ao processo de indexação da dívida mobiliária.** Mesmo apesar de se registrar, nos dois primeiros anos após a estabilização, um significativo aumento do estoque de papéis prefixados, o fechamento da possibilidade do financiamento monetário dos gastos públicos fazia com que o setor público precisasse manter algum grau de atratividade para os seus papéis, sancionando a demanda dos agentes tomadores por papéis indexados.²⁸¹

Antes da efetiva introdução da nova moeda, em 1.º de Julho de 1994, o governo federal implantou, em 14 de Junho de 1993, como uma primeira etapa do Plano Real, o Programa de Ação Imediata (PAI). Entre as várias medidas do PAI,²⁸² estavam a promoção de um processo de gradativa separação das funções da autoridade fiscal (Tesouro Nacional) e da autoridade monetária (Banco Central do Brasil). Uma das medidas tomadas nessa direção foi a redução do estoque de títulos de emissão do Tesouro Nacional na carteira do Banco Central, ocorrido por intermédio de intensos resgates de NTN série L na carteira da instituição. Esse resgate seria viabilizado com recursos provenientes da emissão de novas NTN no mercado por

²⁸⁰ - Para maiores detalhes sobre os objetivos e instrumentos do Plano Real ver Franco (1995). Para maiores detalhes sobre suas consequências, sugere-se Belluzzo e Almeida (2002) e Carneiro (2002).

²⁸¹ - *“A importância dos fundos nas carteiras dos poupadores ilustra a sobrevivência da confusão entre ‘moeda’ e ‘poupança’, que deveria ter diminuído consideravelmente com a baixa da inflação”*. Dionísio Carneiro apud Prado (2006b).

²⁸² - Entre as outras medidas que faziam parte do escopo mais amplo do Programa de Ação Imediata estavam: corte orçamentário de US\$ 6 bilhões em 1993; nova proposta orçamentária para 1994; projeto de lei limitando em 60% das receitas correntes os gastos com funcionalismo; projeto de lei estabelecendo a obrigatoriedade de Estados e Municípios se manterem em dia com a União; criação do Imposto Provisório sobre Movimentação Financeira (IPMF); equacionamento das dívidas dos Estados e Municípios e novas formas de relacionamento entre as esferas de governo; controle mais rígido sobre bancos estaduais e saneamento dos bancos federais e; maior ênfase no processo de privatizações. Lacerda et al (2003).

parte do Tesouro Nacional,²⁸³ dando continuidade ao processo de alteração do perfil da DPMFi que agora, diferentemente de momentos anteriores, tinha nas NTN, e não mais nas LFT, seu principal título de dívida governamental.

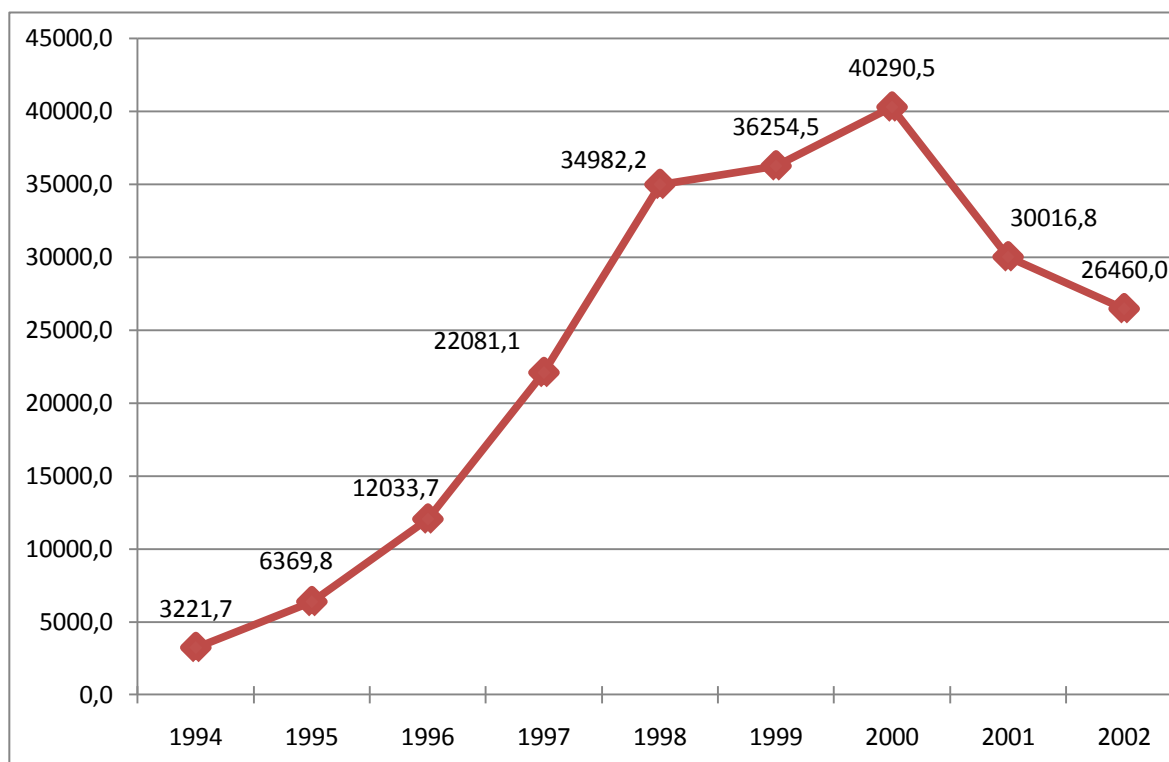
Na tentativa de promover um amplo processo de desindexação da economia, o plano procurava combater o componente inercial da inflação brasileira. Assim, em seu escopo legal, o Plano Real tornava proibitiva a utilização de índices de preços como elemento de correção monetária dos títulos públicos, fazendo com que a NTN – Série C, indexada ao IGP-M, deixasse de ser ofertada. No que tange à LFT, o objetivo do governo em desindexar a economia e a necessidade de se praticar uma política monetária contracionista, também desaconselhavam sua colocação. Já no que concerne as LTN, dadas as incertezas iniciais sobre o sucesso do Real em debelar a alta inflação, estas só encontrariam mercado se fossem emitidas com prazos de vencimentos bastante curtos. Entretanto, essa possibilidade também era contraditória aos objetivos da gestão da dívida pública que procurava ampliar o prazo médio da mesma. Restou ao governo basicamente a opção de emitir NTN – Série H, papéis que eram indexadas à Taxa Referencial de juros (TR), e NTN – Série D, indexadas ao câmbio.

Entretanto, a dívida pública começou a apresentar forte trajetória de expansão, devido a vários fatores entre os quais podemos citar o reconhecimento de dívidas passadas ou esqueletos,²⁸⁴ bem como a manutenção de elevadas taxas de juros reais. O crescimento da dívida mobiliária doméstica esteve também fortemente associado às maciças operações de esterilização de base monetária, necessárias para fazer frente aos superávits no balanço de pagamentos (ver tabela 4.7) decorrentes do processo de liberalização financeira com a forte entrada de recursos externos via investimentos em carteira, fruto das altíssimas taxas reais de juros praticadas no período, e aos investimentos diretos estrangeiros (ver figura 4.5), fruto, em parte, da forte entrada de recursos oriundos da intensificação do processo de privatizações (ver tabela 4.5), iniciado em 1991 com o Programa Nacional de Desestatização, e que ganharia força maior a partir do primeiro mandato do Presidente Fernando Henrique Cardoso.

²⁸³ - Pedras (2003).

²⁸⁴ - Os chamados passivos contingenciais ou esqueletos são dívidas juridicamente reconhecidas pelo Estado, representativas de déficits anteriores que não foram contabilizados à época.

Figura 4.5 – Investimento Direto Estrangeiro: ingressos em milhões de dólares (1994-2002)



Fonte: IPEADATA.

Tabela 4.5 – Resultados do Programa Nacional de Desestatização: em milhões de dólares (1991-2002)

Ano	Número Total de Empresas	Receitas (US\$ milhões)
1991	4	1.988
1992	14	3.383
1993	6	4.188
1994	9	2.315
1995	8	1.747
1996	11	4.900
1997	4	12.288
1998	7	26.685
1999	2	554
2000	1	7.670
2001	1	2.906
2002	1	2.231
Total	68	70.855

Fonte: Banco Central do Brasil.

O reduzido prazo médio em uma dívida em ascensão, fazia com que uma política de alongamento fosse vista como peça fundamental no processo de gestão da dívida pública mobiliária interna. Todavia, a estratégia utilizada acabou recaindo mais em aumentar o estoque de prefixados no total da DPMFi do que numa ampliação significativa do prazo médio. Dentro dessa estratégia, no que diz respeito às Letras Financeiras do Tesouro, com a queda nos índices de inflação (ver tabela abaixo) e a própria necessidade de consolidar o processo de desindexação, para evitar a manutenção da memória inflacionária, esses papéis acabaram tendo sua colocação em mercado suspensa em meados de 1995, voltando-se a sua emissão apenas três anos depois.

Tabela 4.6 – Taxas de Inflação Anuais: IGP-DI e IPCA (1994-2006)

Ano	IGP-DI	IPC-A
1994	1093,9	916,5
1995	14,77	22,4
1996	9,33	9,56
1997	7,48	5,22
1998	1,71	1,66
1999	19,99	8,94
2000	9,80	5,97
2001	10,40	7,67
2002	26,41	12,53
2003	7,66	9,30
2004	12,13	7,60
2005	1,22	5,69
2006	3,79	3,14

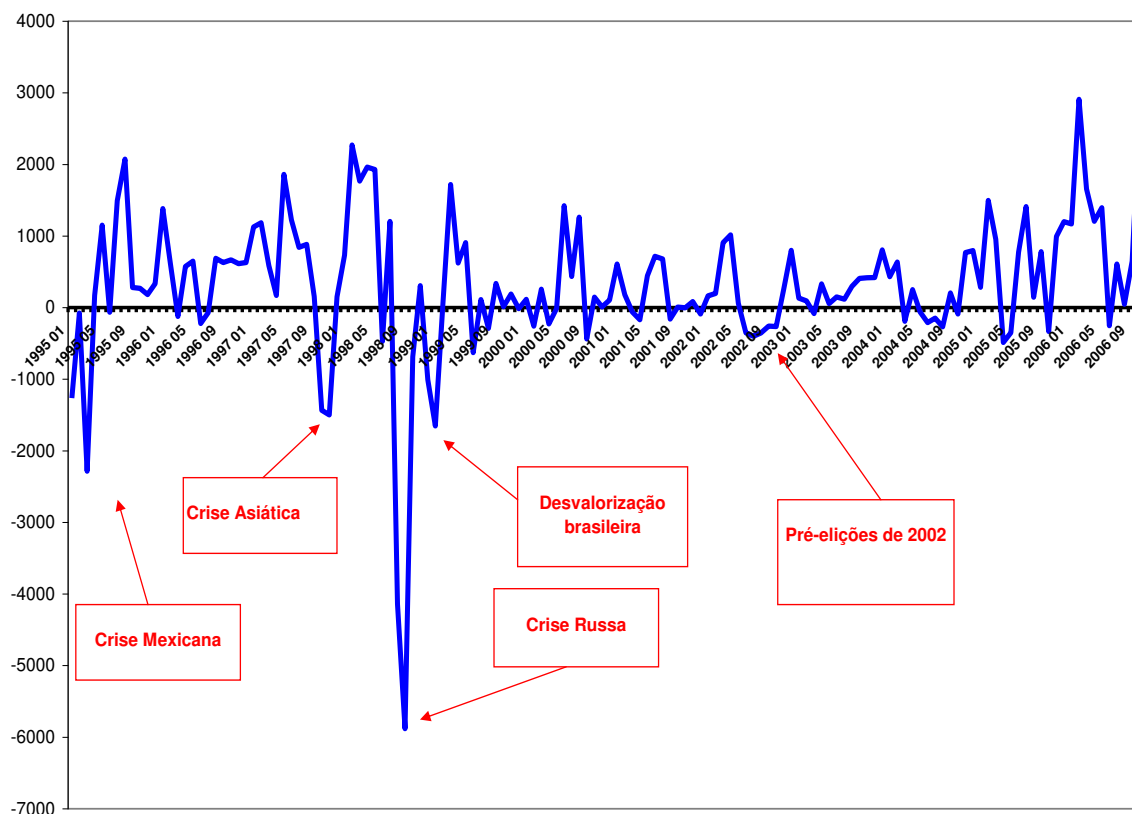
Fonte: IPEADATA.

Passou-se, desta feita, a se utilizar uma estratégia de endividamento baseada na emissão de LTN, a fim de dar maior capacidade de previsibilidade aos gestores, aproveitando-se de uma maior pré-disposição dos investidores em aceitar papéis prefixados, dado o ambiente de maior estabilidade. Sob o ponto de vista da composição da dívida mobiliária, a parcela representada por títulos prefixados passou assim a crescer a partir de 1994, quando representava apenas 14,7% do estoque da dívida. A estabilidade da economia permitiu, - após uma breve interrupção durante o período da crise mexicana - aos gestores da dívida, elevar esse patamar para a casa dos 60% em 1996, sem, contudo, terem conseguido tornar inexpressivo o estoque de títulos indexados no total da DPMFi.

4.5 - CRISES EXTERNAS E A RETOMADA DA INDEXAÇÃO AO CÂMBIO

O aprofundamento do processo de liberalização financeira, em direção aos princípios do Consenso de Washington, no começo dos anos noventa no Brasil, acabou por fazer com que o país ficasse mais exposto às intempéries do sistema financeiro global, sofrendo mais rápida e intensamente o chamado efeito contágio, dado o comportamento mimético dos investidores. Isto significa dizer que em um processo de gerência de portfólio por classe de risco, os investidores internacionais tendem a precipitar o fluxo de capital aplicado de todos os países da mesma classe de risco, quando um deles passa a enfrentar uma crise, e foi isso o que ocorreu no Brasil com as crises mexicana, asiática e russa.²⁸⁵

Figura 4.6 – Investimento Estrangeiro em Ações e Títulos Domésticos: em milhões de dólares (1995-2006)



Fonte: IPEADATA.

²⁸⁵ - Para Sinapi (2005), o processo de contágio entre Rússia e Brasil é um exemplo cristalino que pode ilustrar a ocorrência deste fenômeno.

A maior exposição da economia brasileira às nuances do mercado financeiro internacional, fez com que os impactos trazidos pelas crises externas, em especial as crises asiática e russa, acabassem por reverter rapidamente as eventuais melhoras conquistadas no perfil da dívida no período pós-estabilização, como aquela relacionada à maior participação de títulos prefixados no estoque total da dívida mobiliária doméstica.

Fato é que a dívida mobiliária doméstica, desde a introdução do Real, acabou servindo de válvula de escape para as estratégias de estabilização utilizadas. Uma delas consistia na implementação de uma âncora cambial que, através da adoção de uma taxa de câmbio sobrevalorizada, privilegiava a importação de produtos *tradables* a preços reduzidos em moeda local, ajudando a conter dessa forma a elevação dos preços internos.²⁸⁶ No entanto, como se pode observar pela análise da tabela 4.7, este mecanismo provocou uma rápida deterioração no saldo em conta corrente, aumentando a vulnerabilidade externa de nossa economia, ao passo que trouxe a necessidade de captar recursos no exterior para fazer frente às fortes necessidades de financiamento externo, levando o Banco Central a ter que esterilizar o impacto monetário trazido pelo ingresso destes capitais externos.

A dívida pública mobiliária doméstica, nesse cenário, acabou se constituindo assim num colchão de amortecimento, numa variável de ajuste, para a política de esterilização do efeito monetário da acumulação de reservas externas, bem como para a própria oferta de hedge cambial.²⁸⁷ Contudo, o mais relevante fator condicionante da trajetória da dívida pública brasileira foi, sem dúvida, a política de juros elevados praticados no período. Pelo exame da

²⁸⁶ - Desde a Instrução 204 da SUMOC de 1961, - que unificou as taxas de câmbio brasileiras, substituindo o regime de taxas múltiplas vigente desde agosto de 1953 - até a entrada do Governo Collor, a taxa de câmbio foi administrada no Brasil no regime *soft peg*, ou seja, uma taxa fixa administrada via paridade do poder de compra com minidesvalorizações (por vezes intercaladas com maxidesvalorizações como as de dezembro de 1979 e a de fevereiro de 1983) que ocorriam entre 3 e 10 dias durante o período de 1968 a 1984. De 1984 em diante, estas minidesvalorizações passaram a ser diárias, excetuando-se os períodos de congelamento dos Planos Cruzado e Verão. A partir de 1990, o governo Collor passou adotar o regime de câmbio flutuante, coadunado com sua visão liberalizante. Este regime foi substituído, no início do primeiro governo FHC, pelo chamado sistema *dirty floating* com bandas cambiais (câmbio semi-fixo), voltando a ser flutuante apenas a partir de 1999, após três dias em que vigorou o obscuro sistema de banda diagonal endógena.

²⁸⁷ - Carvalho (2005).

tabela 4.8, percebe-se que em 1996 o pagamento de juros representava cerca de 66% do aumento total ocorrido na dívida líquida do setor público, em 1998 esse percentual já era de 88%, atingindo a impressionante marca de 167% já no ano 2000, amortizando os efeitos positivos de outras variáveis no processo de evolução da dívida pública.

Tabela 4.7 – Balanço de Pagamentos Brasileiro: valores em milhões de dólares (1991-2006)

Anos	Exportações	Importações	Balança Comercial	Transações Correntes	Conta Capital e Financeira
1991	31.620	21.040	10.580	-1.407	163
1992	35.793	20.554	15.239	6.109	9.947
1993	38.555	25.256	13.299	-676	10.495
1994	43.545	33.079	10.466	-1.811	8.692
1995	46.506	49.972	-3.466	-18.384	29.095
1996	47.747	53.346	-5.599	-23.502	33.968
1997	52.994	59.747	-6.753	-30.452	25.800
1998	51.140	57.714	-6.575	-33.416	29.702
1999	48.011	49.210	-1.199	-25.335	17.319
2000	55.086	55.783	-698	-24.225	19.326
2001	58.223	55.572	2.650	-23.215	27.052
2002	60.362	47.240	13.122	-7.637	8.004
2003	73.084	48.290	24.794	4.177	5.111
2004	96.475	62.835	33.640	11.679	-7.523
2005	118.308	73.606	44.702	13.985	-9.464
2006	137.807	91.351	46.456	13.643	16.299

Fonte: IPEADATA.

**Tabela 4.8 – Fatores Condicionantes da Dívida Pública:
Fluxos Acumulados no Ano em Milhões de Reais (1996-2006)**

Discriminação	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Dezembro	Dezembro	Dezembro	Dezembro	Dezembro	Dezembro	Dezembro	Dezembro	Dezembro	Dezembro	Dezembro
Dívida líquida total – saldo	269 193	308 426	385 870	516 579	563 163	660 867	881 108	913 145	956 996	1 002 485	1 067 363
Dívida líquida – var. ac. Ano	60 733	39 233	77 443	130 709	46 584	97 704	220 241	32 037	43 851	45 488	64 879
Fatores condicionantes:	60 733	39 233	77 443	130 709	46 584	97 704	220 241	32 037	43 851	45 488	64 879
NFSP	44 968	51 626	68 229	56 284	39 806	42 788	61 614	79 037	47 144	63 641	69 883
Primário	740	8 310	- 106	- 31 087	- 38 157	- 43 656	- 52 390	- 66 173	- 81 112	- 93 505	- 90 144
Juros nominais	44 229	43 317	68 335	87 372	77 963	86 444	114 004	145 210	128 256	157 146	160 027
Ajuste cambial	1 530	4 114	6 859	69 384	18 344	30 840	147 225	- 64 307	- 16 193	- 18 202	- 4 881
Dívida mobiliária interna indexada ao câmbio	1 013	1 606	4 261	39 873	9 479	19 182	76 662	- 22 715	- 3 335	- 4 554	- 2 222
Dívida externa – metodológico	517	2 509	2 598	29 511	8 864	11 658	70 564	- 41 592	- 12 858	- 13 648	- 2 659
Dívida externa – outros ajustes /	- 241	0	- 6	0	0	- 383	753	16 703	7 139	- 2 258	2 302
Reconhecimento de dívidas	15 220	- 207	15 216	14 014	8 672	25 439	14 286	605	6 514	3 262	- 375
Privatizações	- 745	- 16 301	- 12 854	- 8 973	- 20 238	- 981	- 3 637	0	- 753	- 954	- 2 049
PIB acumulado doze meses – valorizado	808 785	897 946	925 089	1 061 135	1 154 561	1 255 658	1 587 584	1 596 841	1 851 980	1 946 863	2 136 396

Fonte: Banco Central do Brasil.

**Tabela 4.9 – Fatores Condicionantes da Dívida Pública em Porcentagem do PIB
(1996-2006)**

Discriminação	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	Dezembro	Dezembro	Dezembro	Dezembro	Dezembro	Dezembro	Dezembro	Dezembro	Dezembro	Dezembro	Dezembro
Dívida líquida total - saldo	33,3	34,3	41,7	48,7	48,8	52,6	55,5	57,2	51,7	51,5	50,0
Dívida líquida - var. ac. ano	2,7	1,1	7,4	7,0	0,1	3,9	2,9	1,7	-5,5	-0,2	-1,5
Fatores condicionantes:	7,5	4,4	8,4	12,3	4,0	7,8	13,9	2,0	2,4	2,3	3,0
NFSP	5,6	5,7	7,4	5,3	3,4	3,4	3,9	4,9	2,5	3,3	3,3
Primário	0,1	0,9	0,0	-2,9	-3,3	-3,5	-3,3	-4,1	-4,4	-4,8	-4,2
Juros nominais	5,5	4,8	7,4	8,2	6,8	6,9	7,2	9,1	6,9	8,1	7,5
Ajuste cambial	0,2	0,5	0,7	6,5	1,6	2,5	9,3	-4,0	-0,9	-0,9	-0,2
Dívida mobiliária interna indexada ao câmbio	0,1	0,2	0,5	3,8	0,8	1,5	4,8	-1,4	-0,2	-0,2	-0,1
Dívida externa - metodológico	0,1	0,3	0,3	2,8	0,8	0,9	4,4	-2,6	-0,7	-0,7	-0,1
Dívida externa - outros ajustes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	0,4	-0,1	0,1
Reconhecimento de dívidas	1,9	0,0	1,6	1,3	0,8	2,0	0,9	0,0	0,4	0,2	0,0
Privatizações	-0,1	-1,8	-1,4	-0,8	-1,8	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
Efeito crescimento PIB - dívida	-4,8	-3,3	-1,0	-5,3	-3,9	-3,9	-11,0	-0,3	-7,9	-2,5	-4,6

Fonte: Banco Central do Brasil.

Defrontados pelos impactos trazidos pelas crises externas, os agentes tomadores passaram a ter maior aversão ao risco e, desse modo, passaram a exigir do setor público a disponibilização, em maior volume, de instrumentos de dívida interna indexados, em especial, os indexados ao câmbio. Entretanto, ao oferecer proteção cambial ao setor privado contra uma depreciação da taxa de câmbio, seria o Estado que assumiria para si o ônus da eventual desvalorização do Real.

Alguns autores defendem que a disponibilização de instrumentos de dívida interna indexados pode ser interessante para países periféricos, em especial, aqueles indexados ao câmbio. A idéia é que isso evitaria impactos negativos para o setor privado decorrentes de uma desvalorização cambial e seus efeitos de descasamento entre ativos em moeda local e passivos em moeda estrangeira.²⁸⁸ A crescente participação de títulos indexados à variação cambial, no total da dívida mobiliária doméstica brasileira, principalmente a partir de 1997, foi um exemplo claro desse processo de proteger o setor privado dos impactos gerados pelas crises.²⁸⁹

Entretanto, a contrapartida de uma política de endividamento fundamentada na oferta de papéis indexados à variação cambial é a exposição do setor público ao risco cambial, o que traz importantes custos. Ao oferecer hedge aos agentes tomadores, é o próprio setor público que passa a arcar com uma parte significativa do processo de desvalorização da moeda local. Tal processo acaba por gerar instabilidade macroeconômica, na medida em que o setor público assume para si o risco de se endividar em moeda estrangeira, na qual não tem capacidade de gerar receitas.²⁹⁰

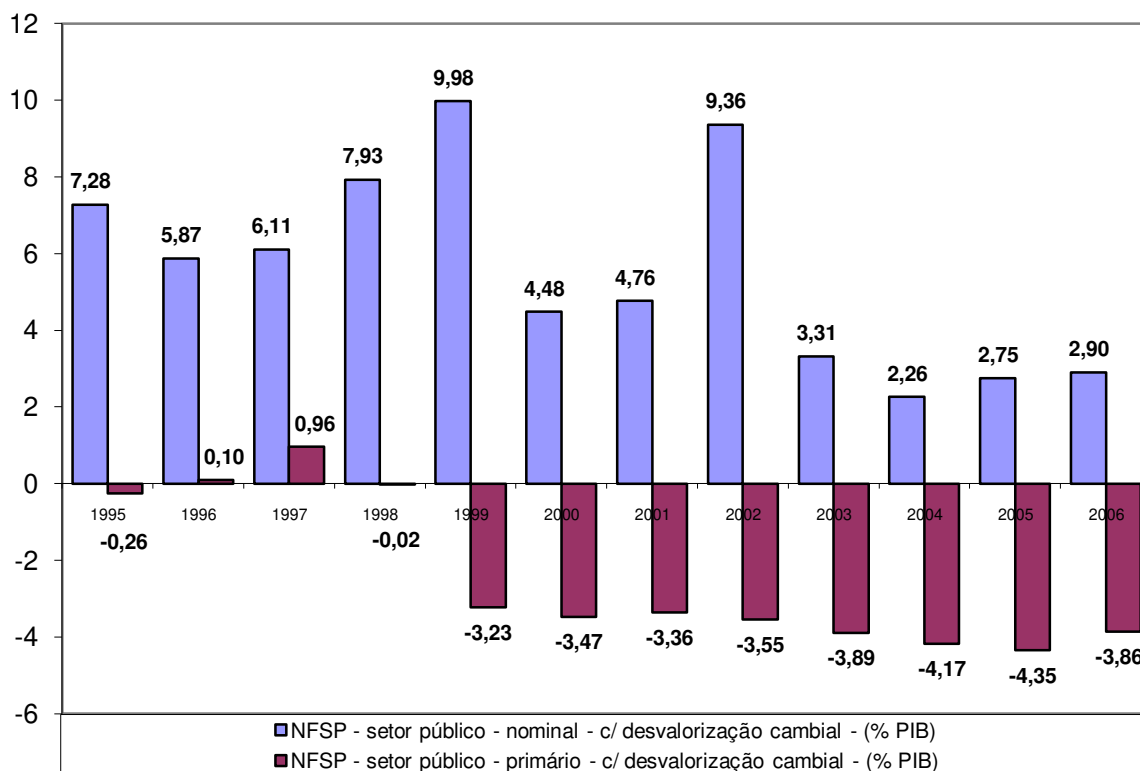
²⁸⁸ - Reinhart, Rogoff e Savastano (2003), por exemplo, afirmam que dessa forma os agentes econômicos privados poderiam atravessar os momentos de crise sem auferirem perdas patrimoniais relevantes e, portanto, sem trazer grandes consequências para o nível de atividade econômica.

²⁸⁹ - Um outro exemplo de esforço empreendido pelo governo para salvaguardar o setor privado dos impactos trazidos por crises externas foi, como vimos, as emissões de ORTN cambiais em 1982. Apesar de diferentes no tempo, a oferta de hedge cambial ao setor privado, - via títulos indexados ao câmbio - em ambos períodos, revelam a postura do governo brasileiro em tentar manter o setor privado isolado dos efeitos das crises. Entretanto, a adoção de tais estratégias acaba fazendo com que o peso das crises recaia sobre os ombros do setor público.

²⁹⁰ - Fernandes e Tuolla (2005).

Outra importante questão é que a prática de juros altos, durante todo o período compreendido entre 1995 e 1998, fez com que o resultado nominal do setor público apresentasse trajetória fortemente adversa. Durante o primeiro mandato do Presidente Fernando Henrique Cardoso, o setor público chegou a apresentar déficits nominais da ordem de quase 8% do PIB, como se pode observar na figura 4.7.

Figura 4.7 – Necessidades de Financiamento do Setor Público: Conceitos Nominal e Primário com desvalorização cambial (1995-2006)



Fonte: IPEADATA.

A política monetária apresentaria comportamento fortemente contracionista no período, devido à resposta às diversas crises externas registradas no período: a crise mexicana (94/95), a crise asiática (97) e a crise russa (98). A prática de uma taxa de juros real elevadíssima,²⁹¹ resultado de uma política monetária voltada a enfrentar as consequências das

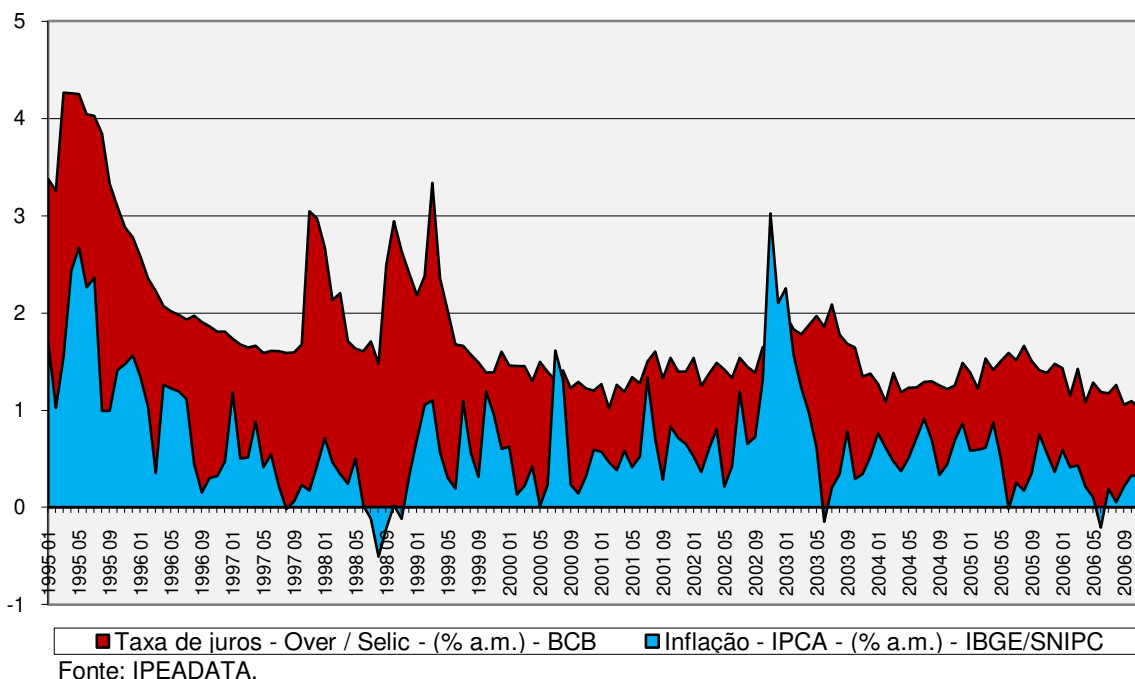
²⁹¹ - Para Sinapi (2005), a proliferação das crises nos anos 90 em países emergentes, coincide com o período de intensificação da globalização financeira. Ela chama atenção para o fato de haver uma forte relação de causalidade entre liberalização e integração financeira dos países emergentes e sua fragilidade financeira, e

crises externas, atraindo capitais externos e satisfazendo aos interesses rentistas, mais uma vez tentando evitar a fuga dos agentes dos títulos da dívida, determinaram uma forte elevação das despesas com juros e, conseqüentemente, uma forte ampliação do estoque total da dívida mobiliária interna, que mais do que dobrou em um intervalo de 5 anos, passando dos 17,7% do PIB ao final de 1994 para a casa dos 39% em 1999.

O resultado nominal, refletindo as elevadas taxas reais de juros praticadas (ver figura 4.8), apresentou, como vimos, resultados significativamente deficitários, apresentando uma média de 6,8% do PIB no período de 1995 a 1998. A ampliação do déficit nominal e a elevação da relação dívida/PIB, acabaram suscitando questionamentos dos mercados financeiros em relação à sustentabilidade da trajetória da dívida pública.²⁹²

também para o fato de que, em uma economia fragilizada, na qual há uma forte degradação das avaliações dos agentes e uma reversão de expectativas, uma ascensão das taxas de juros ocorre naturalmente.

²⁹² - A forte expansão da dívida pública trouxe à tona o debate sobre a capacidade do setor público em continuar honrando seus compromissos. Vários artigos foram escritos versando sobre a possível trajetória da dívida pública brasileira. Alguns procuraram mostrar que, dado um cenário sem maior stress, podia-se esperar uma redução na relação dívida/PIB em pouco anos. Outros foram até mais longe e tentaram inferir sobre o futuro da dívida pública brasileira, calculando enquanto poderia estar esta relação em três, cinco ou dez anos. Um exemplo desses trabalhos é o de Goldfajn (2002).

Figura 4.8 – Taxa Over Selic ao mês X Inflação mensal pelo IPCA: 1995-2006

Quando eclodiu a crise asiática, em 1997, os prazos dos papéis prefixados passaram a ser reduzidos, retornando-se à colocação de papéis de 90 dias. Mesmo com prazos reduzidos, a crise fez com que o percentual das LTN no total da dívida mobiliária apresentasse forte recuo, dada a aversão ao risco dos investidores e sua menor disposição em aceitar títulos com taxas de juros prefixadas.

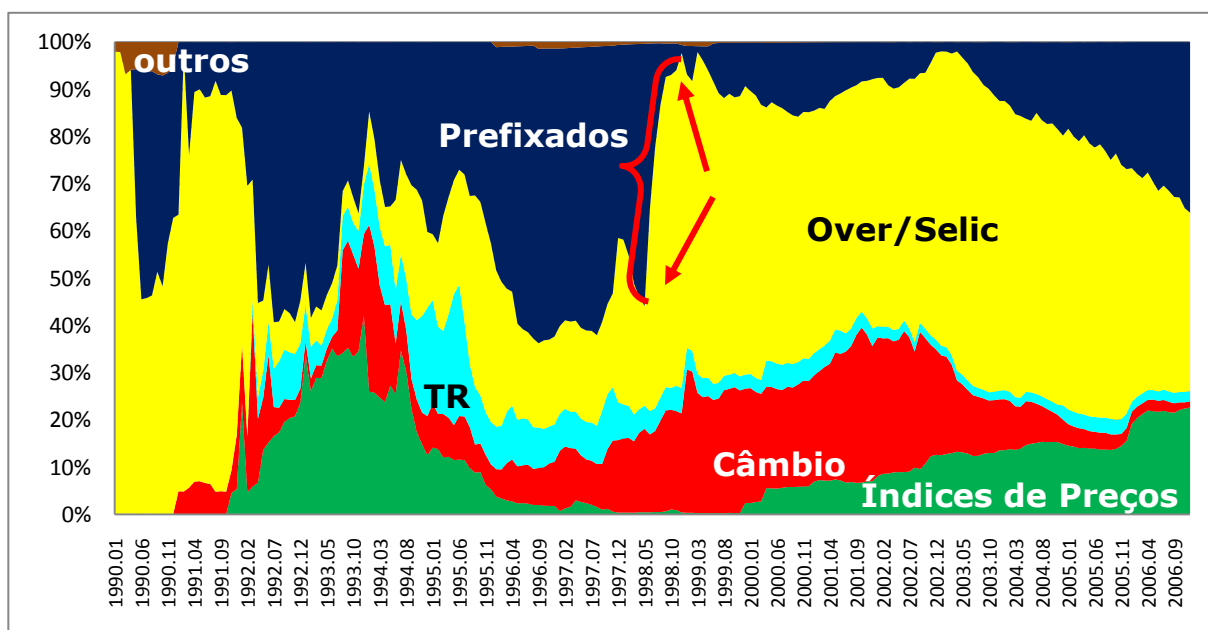
Sob o ponto de vista do gestor da dívida, como já discutido no capítulo 2, o recurso à indexação é visto como uma alternativa em relação aos elevados prêmios associados à colocação de dívida prefixada, mesmo em relação a títulos prefixados de prazo relativamente curtos.²⁹³ Assim, a necessidade de ampliar o prazo médio, diante de um montante de dívida cada vez mais elevado, fez com que os gestores da dívida procurassem colocar no mercado papéis com prazos mais dilatados, sancionando a preferência dos investidores por papéis indexados. Tal estratégia acabou levando as LTN a não voltarem a ter novamente a

²⁹³ - “Sempre que o Tesouro Nacional inventa de esticar parte da dívida com papel prefixado, o custo não sai barato: calcula-se que o prêmio cobrado pelo mercado para assumir a incerteza do longo prazo varie de um a dois pontos de porcentagem sobre a taxa Selic. Dependendo do clima, pode chegar a três pontos de diferença”. Prado (2006a).

importância que outrora tiveram na composição da dívida mobiliária, haja vista que para conseguir emitir papéis de prazos mais dilatados, os gestores tinham que atender a demanda dos tomadores por papéis pós-fixados.

Em meados de 1998, o novo choque externo representado pela moratória russa gerou a necessidade de uma reação da política econômica no sentido de evitar um processo de continuidade na rolagem da dívida. A estratégia incluiu um rápido movimento de substituição dos títulos prefixados por pós-fixados na composição da dívida mobiliária doméstica. Essa ação ocorreu de forma concentrada no tempo, devido ao grande volume de vencimentos, decorrente do prazo médio razoavelmente curto dessa dívida.²⁹⁴ A participação dos títulos prefixados na composição da dívida mobiliária caiu de 55,6% em maio de 1998 para 1,7% no fim do mesmo ano, como se pode ver pela figura 4.9.

Figura 4.9 - Evolução da Composição da Dívida Mobiliária Doméstica Federal (dados mensais por indexadores, 1990-2006)



Fonte: Séries Temporais do Banco Central do Brasil.

²⁹⁴ - Turola (2005).

As sucessivas crises externas trouxeram dificuldades adicionais para a gestão da DPMFi. O prazo dos títulos acabou sendo significativamente reduzido, e a emissão de LTN praticamente abandonada. Dado que o mercado começava a recusar títulos prefixados, os gestores voltaram, após três anos, a emitir LFT, as quais passaram a pesar cada vez mais no estoque total da DPMFi. Como a cada nova crise externa, a resposta das autoridades era elevar as taxas de juros, esses papéis se tornavam altamente atraentes aos tomadores por serem indexados a taxa Selic e garantirem expressivos ganhos reais.

Tabela 4.10 – Participação dos Títulos e Valores Mobiliários no Ativo Total dos 50 Maiores Bancos Brasileiros: valores correntes em milhares de Reais (1995-2006)

Anos	Ativo Total	Títulos e Valores Mobiliários (TVM)	Relação TVM / Ativo Total
1995	444.116.445	73.203.379	16,48%
1996	519.269.353	94.835.328	18,26%
1997	654.023.225	164.013.217	25,08%
1998	647.730.443	168.977.410	26,09%
1999	698.792.133	198.616.265	28,42%
2000	793.655.216	223.116.812	28,11%
2001	892.228.629	302.758.257	33,93%
2002	1.027.850.484	314.683.621	30,62%
2003	1.104.091.041	341.713.011	30,95%
2004	1.199.428.044	358.980.743	29,93%
2005	1.406.840.397	411.788.570	29,27%
2006	1.699.538.603	472.720.519	27,81%

Fonte: Banco Central do Brasil.

Desse modo, a LFT voltava a ocupar papel de destaque, passando novamente à categoria de principal título emitido nos leilões para rolagem da dívida. Essa alteração do perfil da dívida, voltando a ser fundamentalmente pós-fixada pela taxa de juros, elevava significativamente o custo da dívida e novamente impunha restrições à execução da política monetária.²⁹⁵

Outro importante ponto que merece destaque no processo de administração da dívida mobiliária interna federal nesse período foram as mudanças operacionais no processo de negociação dos papéis, referente à sistemática dos leilões de títulos realizados pelo Tesouro Nacional. Até meados de 1995 os leilões de títulos eram realizados, uma única vez, no início

²⁹⁵ - Loureiro e Barbosa (2003).

de cada mês. Contudo, dado o crescente endividamento, avaliou-se que a manutenção de apenas um leilão mensal representava um risco elevado e desnecessário, dado que algum evento não previsível e desfavorável, caso ocorrido na data do leilão, poderia inviabilizar a realização da oferta dos títulos. Desta forma, decidiu-se, a partir do segundo semestre desse ano, realizar duas ofertas mensais de títulos, uma no início e outra no meio do mês, instituindo-se leilões quinzenais de papéis. Todavia, após a crise asiática e o consequente aumento da volatilidade dos mercados, os gestores da dívida pública utilizaram-se do mesmo argumento para instituir, ao final de 1997, ofertas semanais de títulos.²⁹⁶

Novamente, enfrentando dificuldades oriundas do front externo, com a crise russa, os gestores da dívida mobiliária decidiram ampliar novamente a frequência da realização dos leilões, os quais passaram a ser realizados bi-semanalmente, todas as terças e quintas-feiras.²⁹⁷

Ficava evidente que já não bastava só uma combinação adequada (entendida aqui como adequada às exigências dos agentes tomadores) de prazos e formas de remuneração dos papéis, mas também era necessário propiciar uma maior flexibilidade no próprio processo de negociação dos papéis.

²⁹⁶ - Pedras (2003).

²⁹⁷ - Os leilões ou ofertas públicas de títulos são realizados pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN) para a venda ou a compra de títulos, cuja finalidade é a administração da dívida pública mobiliária interna. Esses leilões, nos quais participam diretamente instituições financeiras, são divulgados por intermédio de portaria do Ministério da Fazenda/Secretaria do Tesouro Nacional e são levados a cabo, por meio de sistemas eletrônicos, pelo Banco Central do Brasil quando envolvem títulos registrados no Selic, ou pela Cetip, quando envolvem títulos registrados naquela central. O Banco Central também efetua suas operações de mercado aberto por meio de leilões, via sistemas eletrônicos (Sisbacen e Internet). Quando esses leilões são realizados exclusivamente com as instituições financeiras credenciadas (dealers), eles são chamados de 'leilões informais', e a comunicação de sua realização se dá por meio de um 'aviso eletrônico' enviado diretamente aos dealers. No âmbito da execução da política monetária, o Banco Central pode ainda fazer uso de ofertas públicas abertas à participação de todas as instituições financeiras. Esses leilões são conhecidos como 'leilões formais' e são sempre divulgados por meio de comunicado formal do Banco Central a todos os participantes do mercado, inclusive com publicação no Diário Oficial da União, a exemplo do que ocorre com os editais da Secretaria do Tesouro Nacional. BCB (2008).

Desse modo, diante da forte queda de confiança, disparadas por crises externas como as crises asiática e russa, a opção dos gestores da dívida mobiliária interna foi utilizar três mecanismos de ajuste ao novo cenário e ao comportamento dos agentes tomadores de títulos, quais sejam: i) reduzir o prazo médio dos papéis (garantindo uma maior liquidez); ii) mudar o perfil da dívida, indexando-a a algum índice, seja ao câmbio, seja à taxa de juros de referência (garantindo simultaneamente maior rentabilidade); e iii) flexibilizar o processo de negociação dos títulos, aumentando o número de leilões de papéis de dívida doméstica.

4.6 - DÍVIDA PÓS-FIXADA E CURTO PRAZISMO

No final de 1998 e início de 1999, ocorreram significativas mudanças no processo de condução da política econômica brasileira. No que tange ao regime de câmbio, a âncora cambial acabou cedendo às fortes pressões especulativas, que se intensificaram brutalmente após a crise russa, quando o país chegou a perder US\$ 1 bilhão de dólares em reservas em um único dia numa tentativa frustrada de se preservar o regime cambial dirty floating. Assim, o câmbio passou, após três dias em que subsistiu um obscuro sistema cambial denominado de banda diagonal endógena, a flutuar “livremente”. Influenciada pelo ideário liberal, a política monetária passou a ficar totalmente subordinada à busca exclusiva pela estabilidade de preços, com a introdução do sistema de metas inflacionárias, e o regime fiscal passou a ser marcado por um forte esforço de geração de superávits primários, desenhados para estabilizar a relação Dívida/PIB, consolidando a adesão brasileira aos princípios do chamado Novo Consenso Macroeconômico.²⁹⁸

²⁹⁸ - Para Lessa (2006), a adoção do sistema de metas de inflação e de câmbio flutuante é uma receita do tipo faça o que eu digo, não faça o que faço. Para ele, os Estados Unidos podem operar um banco central que busca simultaneamente dois objetivos, a estabilidade dos preços e a defesa do nível de atividade econômica. Entretanto, para o resto do mundo, a receita do sucesso seria o modelo de metas de inflação, câmbio flutuante e austeridade fiscal.

Figura 4.10 - Taxa de câmbio comercial de venda - R\$/US\$ - média mensal (1994/2006)

Fonte: Boletins do Banco Central do Brasil.

Essas alterações na condução da política econômica foram sedimentadas com a assinatura do acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI) em 1998. Dessa forma, após quase 14 anos, o país voltava a recorrer aos recursos do Fundo, num acordo que seria mantido durante mais de 6 anos. Embora algumas medidas tenham sido tomadas antes mesmo da assinatura do acordo com o Fundo, as novas diretrizes de política foram convertidas em compromissos de desempenho no âmbito do acordo e de suas revisões subsequentes.

Com a necessidade de cumprir as metas estabelecidas com o Fundo Monetário Internacional, o país passou a registrar superávits primários cada vez mais significativos, obtidos em grande parte por meio de uma forte elevação da carga tributária, **sem, contudo, conseguir reduzir a relação dívida/PIB, tendo a dívida mobiliária interna continuado essencialmente indexada, e mantendo sua trajetória de expansão, reforçando a tese da financeirização.**

Diante do grande estoque de papéis indexados à taxa Selic (LFT), tal trajetória esteve, em grande medida, associada às altas taxas de juros reais praticadas pelos gestores da política monetária,²⁹⁹ como forma de deprimir a demanda agregada e, assim, buscar atingir as auspiciosas metas de inflação³⁰⁰ que acabariam por transformar o crescimento econômico em subproduto da política econômica,³⁰¹ fortalecendo o rentismo via títulos de dívida.

Outra fonte de pressão sobre a dívida pública nesse período seria a forte depreciação cambial, após a flexibilização da taxa de câmbio. A desvalorização cambial trouxe impactos negativos sobre o grau de endividamento brasileiro,³⁰² não só sobre a dívida externa convertida em reais, mas também sobre a dívida mobiliária interna, da qual significativa parcela havia sido indexada ao câmbio, após as crises asiática e russa, dada a forte procura por papéis cambiais, à medida que as expectativas dos agentes tomadores sobre uma mudança no regime cambial brasileiro se intensificavam.

Após a instabilidade gerada pela incerteza causada pela mudança da política econômica durante o primeiro semestre de 1999, a conjuntura passou a contar, provisoriamente, com um grau de estabilidade maior, permitindo uma percepção do mercado mais favorável à política econômica. Os temores de uma disparada inflacionária, pelos impactos trazidos pela desvalorização cambial, não foram concretizados, dado que os efeitos

²⁹⁹ - “(...) durante os últimos sete anos, o governo aumentou os superávits primários sem que a Selic real caísse de forma sustentada abaixo de 10% (...) O impacto mais imediato da Selic alta incide sobre o peso da dívida pública indexada a ela”. Cardoso (2005).

³⁰⁰ - As metas de inflação foram fixadas para 8%, 6% e 4% a.a., respectivamente, para os anos de 1999, 2000 e 2001. Ao final desse mesmo ano, o então Ministro da Fazenda, Pedro Malan, anunciou as metas para os dois anos seguintes, fixando-as em 3,5% e 3,25% ao ano, respectivamente, para 2002 e 2003. Diante das crises, tais metas seriam mais tarde revistas, bem como seria anunciado o alargamento das bandas.

³⁰¹ - “Entre nós, os ‘economistas-cientistas’ garantem que o Brasil não pode crescer mais do que 3,5% a.a., sem que se produzam pressões inflacionárias (...) investe(m) toda a sua ‘fúria científica’ contra a afirmação que ‘é mito a proposição que o Brasil não pode crescer mais do que 3,5% a.a., sem produzir pressões inflacionárias’.” Delfim Netto (2006).

³⁰² - Enquanto em um período de 4,5 anos, entre junho de 1994 e dezembro de 1998, a depreciação cambial nominal acumulada foi de 20,87%, no período de quatro anos entre o início de 1999 e dezembro de 2002, a depreciação cambial acumulada chegou a 189%. Turolla (2005).

da valorização do dólar não foram sentidos tão intensamente nos preços ao consumidor quanto nos preços ao atacado. Com o nível de renda estagnada, havia dificuldades em se repassar aumentos de preços ao consumidor final. Diante desse cenário, percebeu-se assim uma leve retomada da participação dos títulos prefixados.

Entretanto, para continuar garantindo mercado para seus papéis, novas reformas seriam implantadas no período. Em 1999, o Banco Central e o Tesouro Nacional criaram um grupo de trabalho, a fim de juntos estabelecerem novas regras para a gestão da dívida mobiliária, com o objetivo de elevar o grau de liquidez no mercado secundário e aumentar a demanda pelos papéis do governo no mercado primário. Das novas regras definidas, as que merecem maior destaque são aquelas que estabeleciam leilões de títulos semanais, a emissão de LTN com vencimentos mensais únicos, e a tentativa de se reduzir os tipos de papéis emitidos, concentrando as novas emissões em Letras Financeiras do Tesouro. Tal medida representava uma volta ao passado, contrariando a política de gestão implantada ao longo dos anos noventa, que estabelecia como objetivo a emissão de NTN com múltiplas formas de remuneração para satisfazer demandas específicas do mercado, e que havia interrompido o uso de Letras Financeiras do Tesouro, papéis indexados pela taxa Selic.³⁰³

Continuou-se, todavia, emitindo NTN – Série C para atender dois objetivos específicos: i) satisfazer a demanda dos Fundos de Pensão, e ii) manter a estratégia dos gestores de procurarem ampliar o prazo médio da dívida pública. No que se refere as NTN-D, sua emissão seria interrompida momentaneamente pelo Tesouro Nacional a partir de Janeiro de 1999, mês da liberalização do câmbio, passando a serem emitidas em seu lugar as NBC-E.³⁰⁴ Entretanto, mais tarde, a colocação primária de NBC e de outros tipos de instrumentos deixaria de ser feita pelo Banco Central, voltando a ser feita exclusivamente pelo Tesouro

³⁰³ - Pedras (2003).

³⁰⁴ - Criada pela Resolução nº 2673/99, e utilizada para fins de política monetária, seu intuito era fornecer hedge cambial para as instituições, e sua atualização era feita pelo dólar comercial, sendo consideradas as taxas médias de venda do dia útil imediatamente anterior às datas de emissão e de resgate do título.

Nacional, dados os impedimentos criados pela Lei de Responsabilidade Fiscal,³⁰⁵ que impossibilitava o Banco Central do Brasil de emitir títulos próprios no mercado primário.³⁰⁶

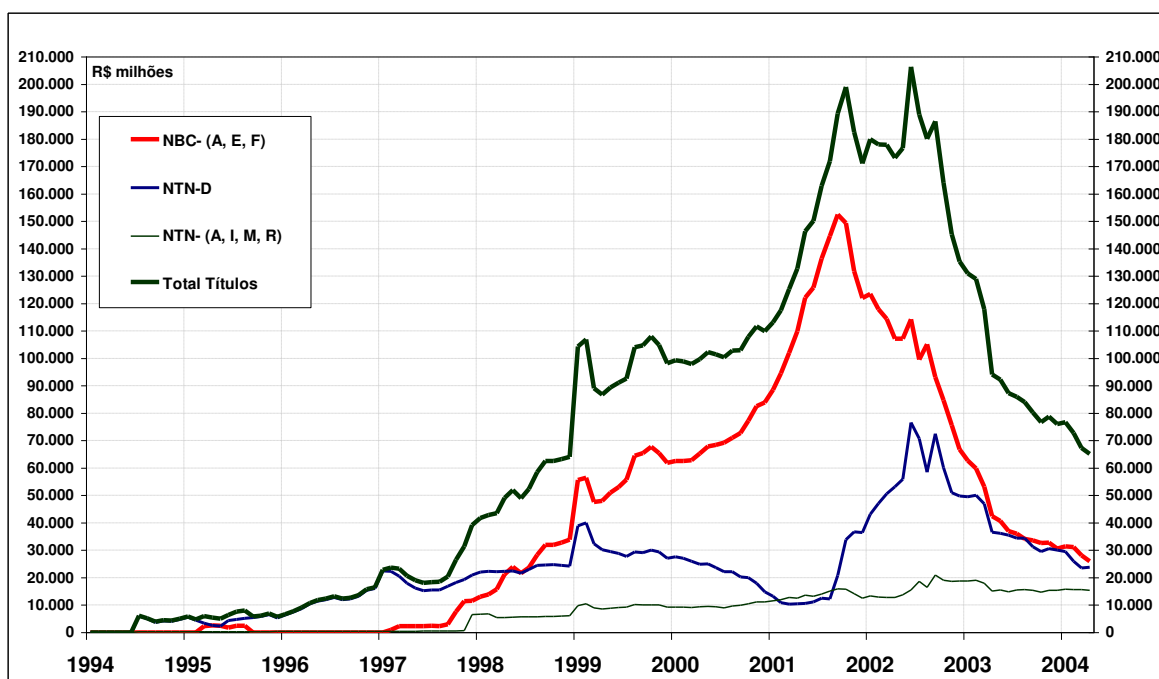
O temor dos principais agentes tomadores (bancos e investidores institucionais) a novas crises, diante de um elevado grau de exposição externa da economia brasileira, fazia com que esses continuassem a exigir das autoridades elevadas taxas de juros reais, bem como a possibilidade de proteção contra as flutuações do câmbio (hedge cambial). Satisfazendo mais uma vez às exigências do mercado, a parcela da dívida interna pós-fixada pelo mercado de ativos foi mantida em patamares bastante elevados durante o segundo Governo FHC, em especial nos dois últimos anos de mandato, com o crescimento da parcela indexada ao câmbio.

Novamente, os pequenos avanços obtidos no perfil da DPMFi, seriam outra vez revertidos com os novos choques externos e crises de confiança, ocorridos entre os anos de 2001 e 2002, o que fez reduzir a parcela dos prefixados no estoque total da dívida mobiliária a patamares abaixo dos 5%, enquanto a parcela da dívida indexada ao mercado de ativos, em especial ao câmbio, percebeu forte expansão, como se pode observar pela figura 4.11.

³⁰⁵ - A Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000, intitulada Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), dispõe em seu Art. 34 que “*O Banco Central do Brasil não emitirá títulos da dívida pública a partir de dois anos após a publicação desta Lei Complementar*”.

³⁰⁶ - A gestão da dívida pública federal assim passou a estar a cargo da Secretaria do Tesouro Nacional e o Banco Central ficou responsável pela condução da política monetária. A Secretaria do Tesouro Nacional (STN) tornou-se exclusivamente responsável pela administração, emissão e resgate de títulos públicos para atender a política fiscal, de acordo com sua estratégia de gerenciamento da dívida. As metas, premissas e prioridades da instituição no gerenciamento da dívida pública federal, a partir de janeiro de 2000, passaram a ser divulgadas no Plano Anual de Financiamento (PAF). Já o Banco Central ficou responsável por efetuar operações de compra e venda de títulos da dívida pública mobiliária federal exclusivamente para fins de execução da política monetária. Essas operações são realizadas no mercado secundário, ou seja, envolvem títulos já emitidos pela Secretaria do Tesouro Nacional, e têm como contraparte as instituições financeiras. O § 2º do Art. 164 da Constituição Federal estabelece que: “*O Banco Central poderá comprar e vender títulos de emissão do Tesouro Nacional com o objetivo de regular a oferta de moeda ou a taxa de juros.*” Já a Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000, a chamada Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), no §2º do Art. 39, dispõe que: “*O Banco Central do Brasil só poderá comprar diretamente títulos emitidos pela União para refinaranciar a dívida mobiliária federal que estiver vencendo em sua carteira.*” BCB (2008).

Figura 4.11 – Principais títulos cambiais da dívida mobiliária federal: em milhões de Reais (1994-2004)



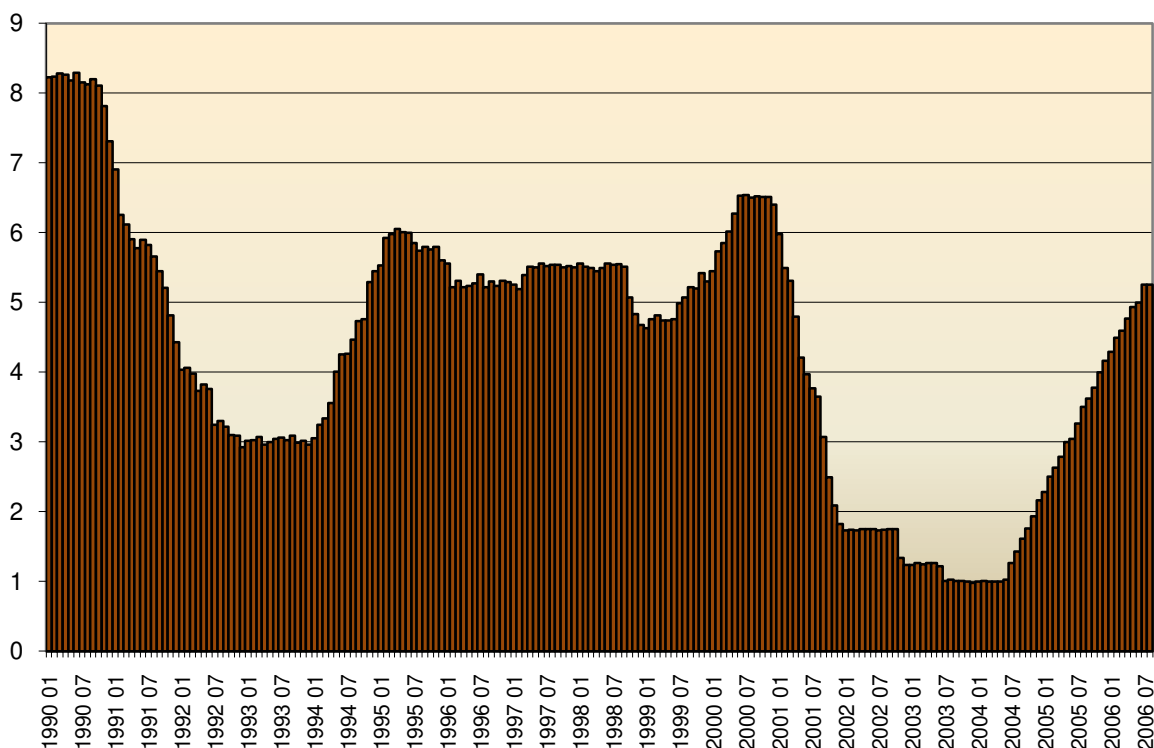
Fonte: Turolla (2005).

Assim, ao final do segundo governo FHC, o setor público brasileiro apresentava, um perfil de endividamento cuja dinâmica se concentrava preponderantemente no mercado interno, entretanto, uma significativa fatia dessa dívida possuía correção cambial, o que gerava uma elevada e perigosa exposição do estoque de dívida às variações na taxa de câmbio.³⁰⁷

³⁰⁷ - Para atender essa forte demanda, e na tentativa de aperfeiçoar os instrumentos cambiais à disposição dos agentes econômicos, o Banco Central passou a se utilizar de contratos Swap a partir de abril de 2002. O *swap* é um instrumento derivativo, geralmente utilizado para troca de rentabilidade de ativos. No caso do *swap* cambial utilizado pelo Banco Central, trata-se de um contrato padrão negociado na Bolsa de Mercadorias & de Futuros (BM&F) cujo objeto da negociação é o diferencial entre a taxa de juros efetiva, representada pela taxa de DI e a variação cambial, medida pela taxa de câmbio de reais por dólares dos Estados Unidos. A compra desse contrato representa a assunção de uma posição ativa em taxa de juros (taxa DI) e passiva em variação cambial. O *swap cambial reverso*, utilizado a partir de fevereiro de 2005, nada mais é do que o mesmo contrato de swap cambial, utilizado desde abril de 2002, mas no qual o BCB passa a realizar majoritariamente vendas desses contratos (e não compras, como até então era a praxe), diante de um cenário de queda na procura por esses papéis, assumindo, dessa maneira, posição ativa em variação cambial. Justamente por representar uma posição cambial inversa àquela usualmente assumida pelo Banco Central, a venda desses contratos ficou conhecida no mercado como “*swap cambial reverso*”. BCB (2008).

Com a recuperação da confiança a partir de 2003, quando ficou claro para o mercado que a política econômica do governo Lula seria mantida nos mesmos moldes de seu antecessor, associado a um cenário de intensa liquidez internacional e forte queda das taxas de juros internacionais (como se pode ver na figura 4.12) o total de papéis prefixados começou a se recuperar lentamente, contudo ficando ainda muito abaixo das cifras outrora apresentadas.

Figura 4.12 - Taxa nominal de juros norte-americana (Fed Funds em % a.a.): 1990-2006

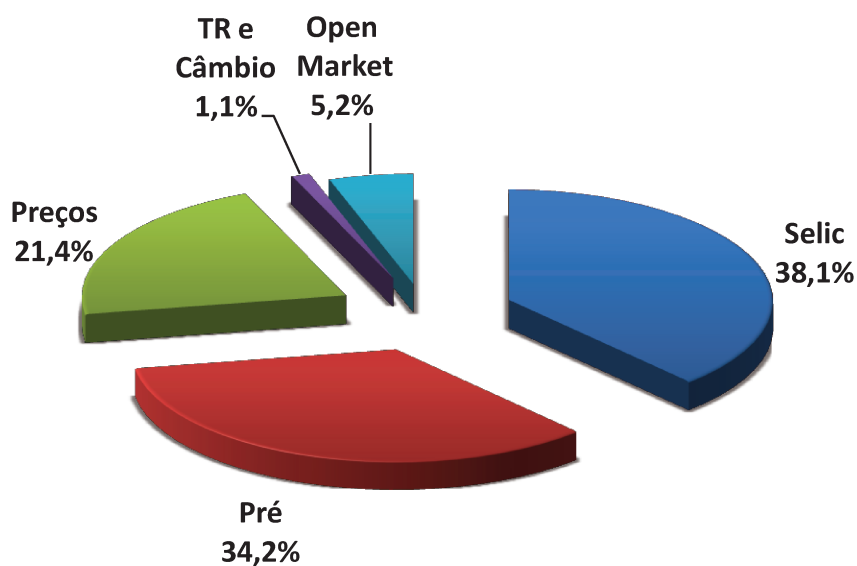


Fonte: IPEADATA.

O enorme diferencial de juros entre o mercado local e o mercado americano, juntamente com a recuperação das exportações brasileiras, promoveu um processo gradativo de apreciação cambial, no qual os gestores da dívida puderam, gradativamente, reduzir o estoque de papéis atrelados ao câmbio, dada a redução do apetite dos tomadores, por títulos com cláusula de indexação à taxa de câmbio. Com este menor interesse por papéis cambiais, os gestores puderam começar a emitir novamente papéis prefixados e papéis indexados a índices de preços. Entretanto, o predomínio continuou sendo dos papéis pós-fixados a taxa de juros.

Assim, mesmo diante de um cenário de consolidação da estabilidade de preços,³⁰⁸ austeridade fiscal e de forte liquidez internacional, a DPMFi apresentava um reduzido prazo médio, mais significativo ainda quando se olha para o quesito duração da dívida, (ver figura 4.14) e mantinha ao final de 2006 um perfil que apresentava 60% de seu estoque atrelado a papéis indexados, sendo que mais de 38% à taxa de juros,³⁰⁹ e tendo apenas pouco mais de 34% de seu estoque composto por papéis prefixados, como se pode observar na figura 4.13.

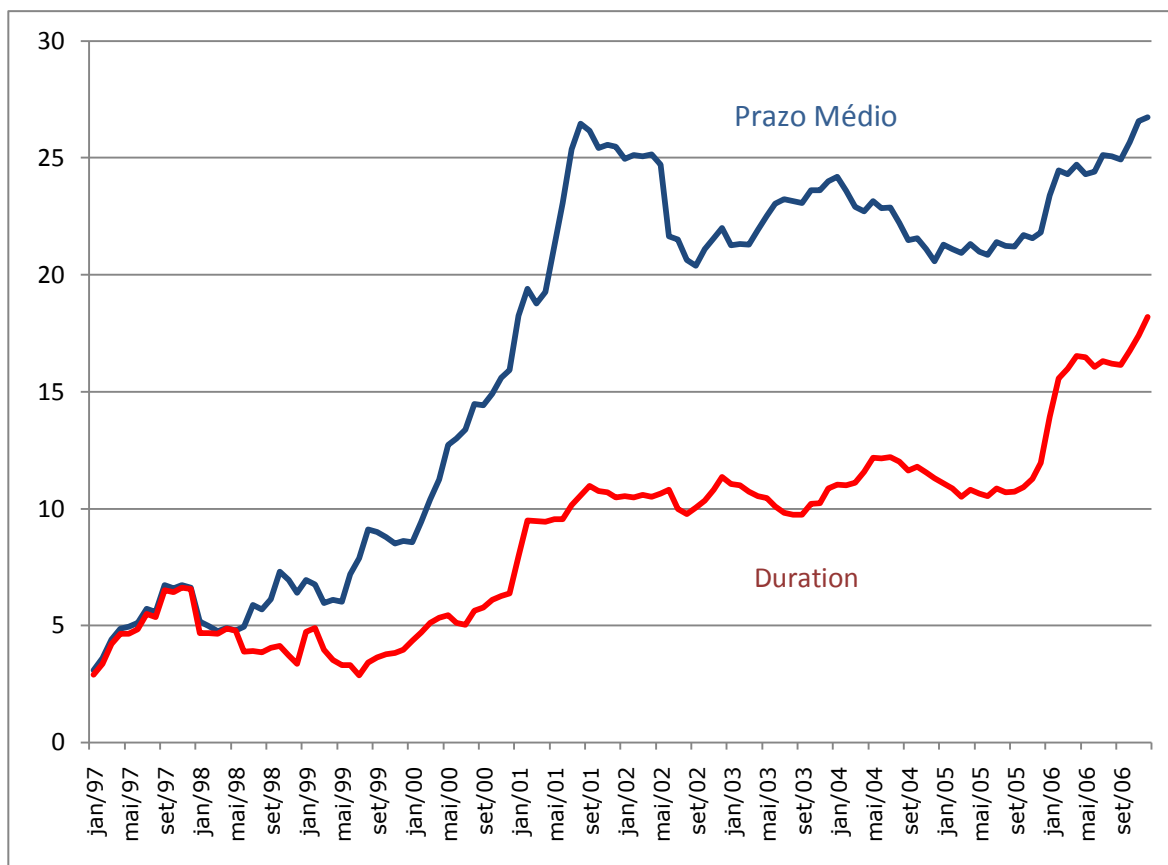
Figura 4.13 - Composição da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna por indexadores (Posição de Dezembro/2006)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional.

³⁰⁸ - Com a inflação medida pelo IGP-DI tendo fechado o ano de 2005 em 1,23% a.a., - na sua menor taxa desde o início da série histórica - e o IPCA fechando na casa dos 3,14% a.a. em 2006.

³⁰⁹ - “No Brasil, uma singularidade caracteriza o perfil da dívida interna do governo federal: o prazo médio curto de um estoque onde predominam os papéis de duração de um dia, remunerados pela taxa flutuante do ‘over’ que é a taxa Selic do Brasil”. Prado (2006b).

Figura 4.14 - Prazo Médio e Duração da Dívida Mobiliária Federal Interna (1997-2006)

Fonte: IPEADATA.

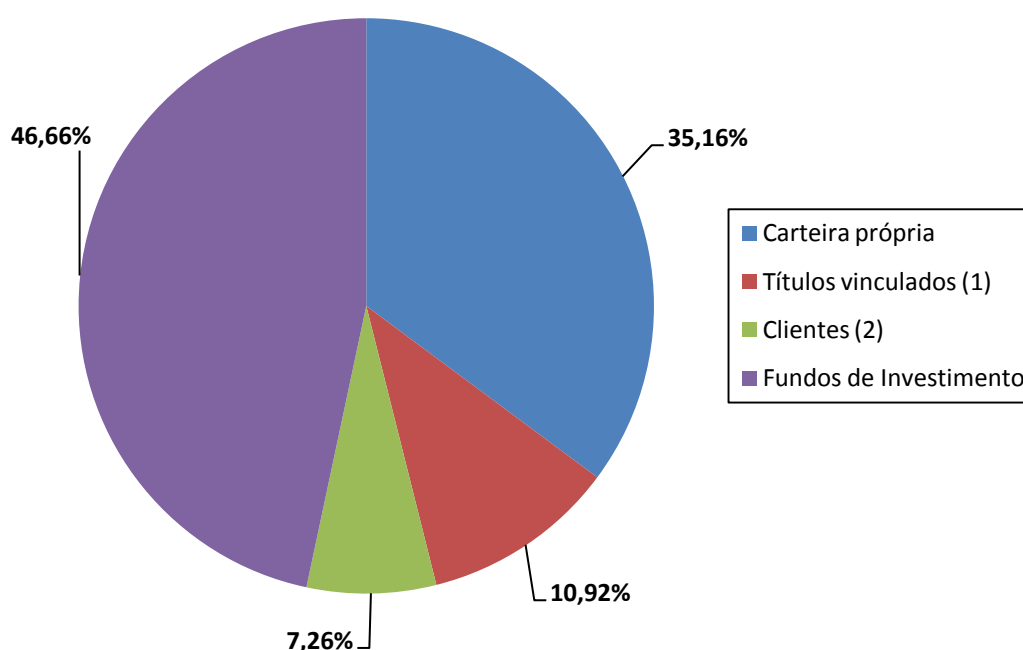
O resultado dos leilões de papéis com taxas de juros prefixadas, por exemplo, pode evidenciar o nível das exigências dos agentes tomadores e ilustrar as dificuldades enfrentadas pelos gestores da DPMFi em ampliar o estoque de prefixados. Em um exemplo, no dia 10 de Agosto de 2006, o Tesouro Nacional realizou um leilão de títulos prefixados, oferecendo três lotes de LTN com prazos para abril de 2007, abril de 2008 e janeiro de 2009, com garantia de recompra em novembro de 2006. Mesmo com uma inflação bastante baixa, projetada pelas principais instituições financeiras à época³¹⁰ em 3,74% a.a. para o IPCA de 2006 (realizado de 3,14%) e 4,5% a.a. para 2007 (realizado de 4,46%), os papéis com vencimento em janeiro de 2009 não registraram demanda, e os papéis mais líquidos, com vencimento para abril de 2007, foram adquiridos a significativa taxa de 14,38% a.a.³¹¹ Quando papéis prefixados, com apenas

³¹⁰ - Relatório Focus do Banco Central - primeira semana de agosto/2006.

³¹¹ - Sítio do Invertia na Internet (www.br.invertia.com) – Fonte Reuters: 10/08/2006.

um ano e cinco meses de maturação, não encontram demanda no mercado, e papéis de apenas oito meses de vencimento, com possibilidade de recompra em três, são negociados a uma taxa de quase 14,5% a.a, isso nos dá uma idéia da força do rentismo em nossa economia e do poder da chamada ditadura dos credores, como já mencionado no primeiro capítulo dessa tese.³¹²

Figura 4.15 – Tomadores de Títulos de Dívida Pública (posição em 29/12/2006)

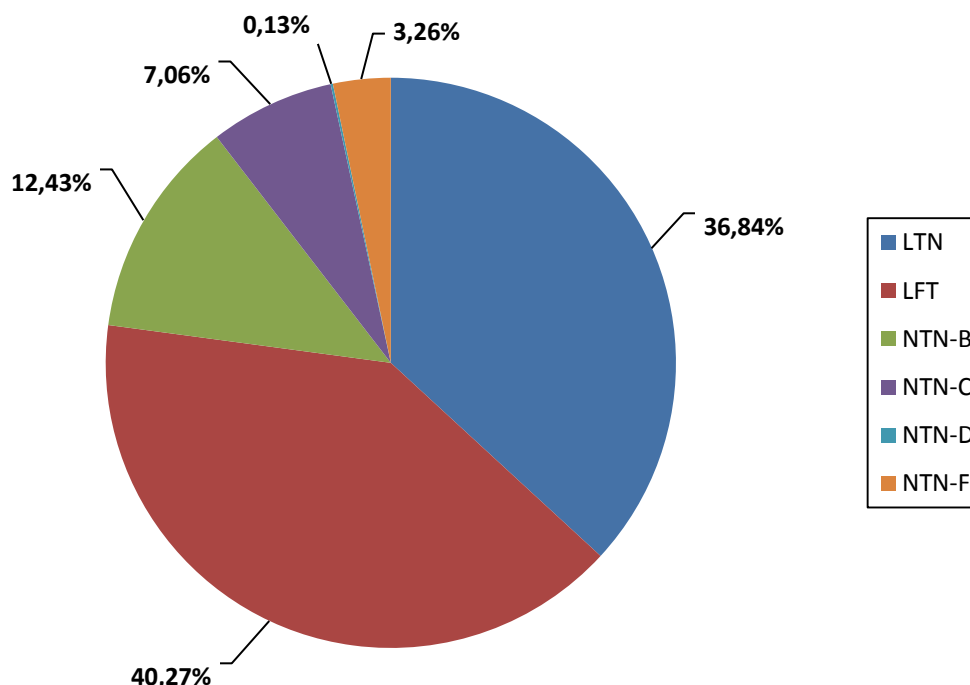


- (1) Títulos vinculados a depósitos compulsórios sobre poupança e sobre depósitos a prazo; reserva técnica; empréstimos de liquidez; caução e depósitos judiciais.
 (2) Pessoas físicas, pessoas jurídicas não financeiras e pessoas jurídicas financeiras sem conta individualizada no Selic.

Fonte: Banco Central do Brasil.

³¹² - O uso da tributação decrescente do Imposto de Renda (IR) em aplicações financeiras foi uma medida que procurou estimular aplicações financeiras de prazos mais dilatados. Tal medida objetivou oferecer tratamento diferenciado para as aplicações de curto, médio e longo prazos, incentivando estas últimas, tanto para investimentos em renda fixa como em renda variável. Em vigor desde 1.º de janeiro de 2005, tal medida estabelece que aplicações de até 180 dias de prazo pagam 22,5% de IR, caindo gradativamente até 15% para aplicações acima de 720 dias.

Figura 4.16 – Composição dos Papéis de Dívida Pública em Fundos de Investimento (posição em 29/12/2006)



Fonte: Banco Central do Brasil.

Outra questão que merece menção na discussão sobre a DPMFi é o incentivo dado pelo governo brasileiro aos investidores estrangeiros para adquirir papéis de dívida pública doméstica, dentro da lógica de um maior aprofundamento do grau liberalização financeira da economia brasileira. Uma medida, nesse sentido, foi a isenção de imposto de renda, para investidores não-residentes, sobre os rendimentos obtidos por títulos públicos domésticos adquiridos a partir de 16 de fevereiro de 2006.³¹³

A participação de estrangeiros no total da dívida pública mobiliária doméstica foi, até então, pouco significativa, dado que historicamente a dívida interna esteve

³¹³ - A medida provisória 281/06 de 16 de fevereiro de 2006, depois convertida na Lei nº 11.312 de 27/06/2006, em seu artigo 1º reduziu a zero as alíquotas do Imposto de Renda (IR) e da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF) sobre os rendimentos produzidos por títulos públicos adquiridos a partir de 16 de fevereiro de 2006, quando pagos, creditados, entregues ou remetidos a beneficiário residente ou domiciliado no exterior.

majoritariamente nas mãos de bancos e investidores institucionais locais. Entretanto, no rastro dessa medida, o investimento estrangeiro em títulos públicos domésticos cresceu significativamente nos primeiros meses da implantação da nova lei.³¹⁴ Apesar de uma participação relativamente pequena perante o estoque total da DPMFi, tal ritmo de crescimento poderia levar, em um intervalo não muito longo de tempo, a um grau de exposição bastante significativo da dívida doméstica à participação estrangeira, com possíveis conseqüências negativas.

A diferença de se ter boa parte da dívida doméstica em posse de agentes tomadores não-residentes, está no fato de que estes são, em geral, mais sensíveis a mudanças nas condições macroeconômicas do que os tomadores domésticos.³¹⁵ O tomador interno tende a conhecer melhor o risco envolvido na operação, por exemplo, pelo fato de acompanhar mais de perto, no dia-a-dia, a economia do país e dispor de um conjunto mais detalhado e completo de informações, inclusive sobre a trajetória política de potenciais futuros governantes e sobre suas preferências de política econômica, diferentemente do investidor estrangeiro, que tende a ser mais suscetível a quaisquer mudanças de conjuntura e que, por isso mesmo, também tende mais rapidamente a se desfazer de suas posições, especialmente diante de um cenário marcado pela ausência de controle de capitais.

O caso dos Tesobonos mexicanos em 1994 é um exemplo prático dos riscos envolvidos no uso de tal estratégia.³¹⁶ Antes da crise, o México empreendeu um rápido e intenso processo de abertura financeira, compreendendo não somente uma completa liberalização da conta de capitais como inclusive a permissão para não residentes investirem em títulos públicos de curto prazo. O estopim da crise foi o menor intervalo entre as taxas de juros mexicana e americana, dada a manutenção da taxa de juros no México em detrimento a uma elevação na

³¹⁴ - Segundo dados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a participação dos investidores estrangeiros em títulos de dívida mobiliária federal interna passou de 0,69% do total em janeiro de 2006 para 3,56% em março de 2007.

³¹⁵ - Para maiores detalhes ver BID (1997).

³¹⁶ - A forte presença de investidores estrangeiros alavancados em títulos da dívida interna russa, antes da moratória de 1998, constitui-se também em outro didático exemplo. Para maiores detalhes sobre essa discussão ver Tuolla (2005) e Fernandes e Tuolla (2005).

taxa de juros americana em 1994. Com a recusa por uma elevação na taxa interna de juros, dado o temor de uma crise bancária, e por uma desvalorização da taxa de câmbio, a solução encontrada pelas autoridades mexicanas foi oferecer hedge para os investidores através da emissão de títulos indexados ao câmbio (Tesobonos). Com a permissão para que estrangeiros investissem em títulos públicos domésticos, quando a crise se fez iminente, isso conduziu a uma corrida contra o peso, com os detentores estrangeiros desses papéis se desfazendo rapidamente de suas posições, em um momento de reduzidas reservas internacionais.³¹⁷

Assim, a possibilidade de que investidores estrangeiros detenham títulos da dívida mobiliária interna tem sido assim apontada como fator de vulnerabilidade.³¹⁸ A idéia por trás dessa afirmação é que, no caso de tomadores residentes, a liquidação dos títulos domésticos, mesmo quando indexados ao câmbio, é feita em moeda local e, nesse caso, o governo tem, em último instância, a possibilidade de financiamento dos resgates com emissão de moeda, o que trará efeitos macroeconômicos adversos, mas permite ao setor público garantir o cumprimento de suas obrigações junto aos detentores dos títulos. Entretanto, no caso do investidor estrangeiro, a liquidação de posições e o retorno do capital investido para o país de origem, remetem também a uma operação de conversão de moeda local em moeda estrangeira e, portanto, depende também da posição cambial do país, exercendo constrangimento adicional sobre o nível de reservas internacionais, especialmente se esses títulos apresentarem um curto prazo médio que, como vimos, é justamente o caso dos títulos da dívida pública interna brasileira.

³¹⁷ - Carneiro (1999: p. 30-31)

³¹⁸ - Para maiores detalhes sobre essa questão ver Reinhart, Rogoff e Savastano (2003).

CONCLUSÃO

Esta tese buscou analisar as singularidades do processo de endividamento público mobiliário interno no Brasil, no período que vai de 1964 a 2006. Partindo de uma perspectiva histórica, procurou-se evidenciar como os papéis emitidos pelo Estado brasileiro passaram a ocupar lugar de destaque entre os ativos financeiros disponíveis e se transformaram em um poderoso instrumento do processo de valorização do capital em nossa economia.

Objetivou-se demonstrar que, diante da tendência do capital em se reproduzir cada vez mais pela esfera financeira, os títulos de dívida pública no Brasil, com o passar dos anos, transformaram-se em um poderoso instrumento do processo de valorização financeira do capital, ao satisfazer os interesses rentistas dos agentes, e esse processo ganhou contornos ainda mais acentuados, dadas as características do endividamento público mobiliário interno brasileiro, em particular, no que tange ao uso da indexação em papéis de dívida pública.

Para tanto, procurou-se, inicialmente, fazer uma discussão sobre o processo de financeirização da riqueza e a tendência ao rentismo do capitalismo contemporâneo, realçando o papel dos títulos de dívida pública nesse processo. Com tal objetivo, fizemos, primeiramente, uma discussão sobre o caráter de capital fictício dos papéis de dívida pública para depois nos remetermos à análise do percurso da financeirização da riqueza. O intuito aqui foi evidenciar que as forças da financeirização já se faziam presentes muito antes dos anos setenta, porém ainda com dimensões bem distintas daquelas que emergiriam com o desmantelamento do sistema Bretton Woods. Assim, passamos, em seguida, a discutir justamente o processo de desmontagem do sistema Bretton Woods, com o fim do padrão ouro-dólar e a livre flutuação das moedas, e todo o processo de desregulamentação e liberalização financeira que se seguiu, - e que corresponde ao período analisado por esse trabalho - conduzindo a um processo de securitização de dívidas e de proliferação de ativos financeiros, nos quais se enquadram os papéis de dívida pública.

Como vimos, para aumentar a atratividade de seus títulos públicos, os governos foram empreendendo, através dos anos, amplas reformas institucionais com o intuito de ampliar o grau de liquidez, a rentabilidade e a segurança aos agentes tomadores, garantindo demanda para seus papéis ao satisfazerem os interesses rentistas, transformando a dívida pública securitizada em uma clara manifestação do processo de financeirização da riqueza no capitalismo contemporâneo.

E foi com esse objetivo que, no capítulo seguinte, passamos a discutir um aspecto relevante e muito peculiar dessas reformas: o emprego da indexação em papéis de dívida pública. Nesse sentido, primeiramente examinamos a questão da indexação de ativos pela ótica do investidor. A idéia foi evidenciar o papel da indexação nas estratégias de seleção de ativos no processo de gestão da riqueza financeira dos investidores. Desse modo, discutimos o processo de escolha, por parte dos agentes demandantes, entre prazos de vencimento e a utilização de parâmetros externos de correção dos ativos, em especial, em ambientes caracterizados por incerteza, marcados por elevada instabilidade de preços. Nesse sentido, examinamos também a possibilidade da combinação simultânea desses dois atributos, indexação e redução de prazos, no processo de composição dos portfólios dos agentes econômicos. Finalmente, passamos a discutir a ótica do Estado nesse processo. A idéia foi revelar as estratégias possíveis de combinação de prazos e formas de remuneração (utilização ou não de indexadores) no caso específico da composição da dívida pública mobiliária e seus impactos no gerenciamento dessa dívida.

A partir das estratégias de seleção de ativos por parte dos investidores em ambientes de incerteza, e da capacidade dos gestores em combinar prazos e formas de remuneração em seus papéis representativos de dívida, diante de um cenário de expansão do capital fictício e de proliferação da financeirização, é que procedemos, no capítulo seguinte, a uma análise da gestão da dívida pública mobiliária no Brasil, em sua parcela doméstica, de 1964 até 1989. A idéia aqui foi demonstrar que, diante da instabilidade de preços, a dívida mobiliária interna pública no Brasil, em sua fase mais recente (pós 1964), já nasceu totalmente indexada e que, com o decorrer dos anos, novas reformas e mecanismos institucionais de dívida pública foram desenvolvidos, aprofundando ainda mais esse processo que teve na utilização da indexação

seu aspecto mais recorrente. O objetivo aqui foi discutir as idiossincrasias do endividamento mobiliário brasileiro, com a utilização integral de papéis indexados à variação de índices de preços em seu nascimento; o aparecimento de papéis prefixados e o subsequente processo de encurtamento dos prazos, o qual ganharia força maior com a introdução das chamadas cartas de recompra; as origens da indexação ao câmbio no mercado de títulos de dívida pública e sua intensificação no início dos anos oitenta com a crise da dívida externa; e os diversos casos de subindexação e perda de credibilidade dos agentes na correção monetária, que conduziram à adoção da indexação a juros; para, finalmente, tecermos considerações sobre a ampliação do circuito de valorização financeira da riqueza via títulos de dívida pública doméstica.

No parte final dessa tese abordamos a dívida pública mobiliária interna brasileira no período compreendido entre 1990 e 2006. Aqui, passamos a analisar a gestão da dívida mobiliária interna brasileira diante do aprofundamento do processo de liberalização financeira a partir do início dos anos noventa, e os novos desafios trazidos à sua gestão, dada as exigências feitas pelos agentes tomadores para continuar demandando papéis de dívida pública, diante de um cenário marcado por forte ingresso de capitais. Iniciamos com uma discussão sobre o processo de reestruturação da dívida mobiliária interna pública promovido pelo Governo Collor e o posterior movimento de criação de novos instrumentos de dívida. Em seguida, revelamos os efeitos não permanentes da estabilidade promovida pelo Plano Real sobre o mercado de títulos de dívida pública e a abrupta reversão desses efeitos na composição da dívida após as crises asiática e russa, - decorrentes do maior grau de exposição da economia brasileira às nuances dos mercados financeiros globalizados - bem como tecemos comentários sobre o cenário da dívida mobiliária interna ao final do primeiro governo Lula, marcada ainda pelo curto prazismo e por um perfil fortemente pós-fixado, mesmo diante de um cenário de consolidação da estabilização, austeridade fiscal e de uma conjuntura internacional ainda marcada por forte liquidez.

Como discutimos ao longo desse trabalho, o capitalismo contemporâneo tem se caracterizado pela ampliação da natureza financeira e fictícia da riqueza, pela demanda e conseqüente proliferação de ativos financeiros líquidos, bem como pela busca incessante por uma rentabilidade cada vez mais elevada. A liberalização financeira, combinada com a veloz

proliferação das inovações financeiras, resultou numa expansão sem paralelos da riqueza financeira, proporcionando, como vimos, uma transformação crucial no que se refere ao peso e à influência dos ativos financeiros nas economias modernas. Cresceu vertiginosamente a participação dos ativos financeiros no total dos ativos detidos pelos agentes econômicos, configurando-se em uma forte tendência ao rentismo nas economias capitalistas.

Esse crescente volume de ativos financeiros detidos por bancos, investidores institucionais, conglomerados industriais e, mais recentemente, pelo seu maior peso no estoque de ativos das pequenas e médias empresas e também das famílias, deve ser entendido pela força da lógica da valorização financeira da riqueza, no qual o capital tende, cada vez mais, a se reproduzir diretamente pelo esquema $D - D'$. Dentre os diferentes ativos financeiros que se constituíram em lastro para essa lógica de valorização financeira do capital, **os títulos de dívida pública acabaram por se constituir em excelente opção**, dada as suas características de elevada rentabilidade, alta liquidez e por se constituírem em ativos mais seguros quando comparados a outros tipos de ativos financeiros disponíveis.

Para que isso acontecesse, os governos foram, com o passar do tempo, desenvolvendo mecanismos capazes de garantir demanda para seus papéis, satisfazendo os interesses rentistas dos investidores. A conseqüente criação e evolução de mecanismos institucionais de gestão da dívida mobiliária pública, no caso específico do Brasil, fariam com que os papéis emitidos pelo Estado brasileiro passassem a ocupar lugar de destaque entre os ativos financeiros disponíveis e se transformassem em um poderoso instrumento do processo de valorização do capital em nossa economia, não só por seu tamanho e participação relativa, mas até por seu papel de benchmark no mercado local de capitais. A dívida pública mobiliária no Brasil se transformaria assim numa relevante manifestação desse processo, dadas as suas peculiaridades, em particular, no que tange à utilização de indexadores.

No caso brasileiro, como vimos, a indexação não só não apareceu espontaneamente, como, ao contrário, foi introduzida e teve seu uso estimulado pelo próprio Estado como elemento capaz de neutralizar as conseqüências não desejadas trazidas pela inflação. A utilização da indexação a preços, através da correção monetária

das ORTN, propiciou um processo de valorização do capital-dinheiro por um padrão definido pelo próprio Estado, permitindo que este se tornasse um instrumento de valorização de si mesmo.

Porém, como demonstrado ao longo dessa tese, com o decorrer dos anos, novas reformas e mecanismos institucionais de dívida pública foram introduzidos no Brasil, **como, por exemplo, o uso da indexação ao câmbio e, mais tarde, a indexação a juros, o que aprofundaria ainda mais esse processo, que teve na utilização da indexação seu aspecto mais recorrente**, e que, mesmo após a estabilidade de preços do período pós-Real, não teve seu uso interrompido, possibilitando aos agentes concentrarem parcela cada vez maior de sua riqueza nesses ativos de alta liquidez e que, ao mesmo tempo, garantem rentabilidade real com baixo risco de crédito e de mercado, alimentando o processo de financeirização do capital na economia brasileira.

Como pudemos observar, o cenário de instabilidade monetária e a necessidade de obter uma fonte alternativa de financiamento para as crescentes despesas do Estado estiveram na origem da dívida pública mobiliária doméstica brasileira em sua fase inicial. A dívida pública brasileira securitizada, ao contrário de outros países, constituiu-se, logo de início, integralmente da emissão de títulos indexados à inflação, através da cláusula de correção monetária das ORTN. Mesmo sendo indexados, esses papéis, apesar de inicialmente apresentarem prazos dilatados de vencimento, foram, logo de início, negociados utilizando-se da sistemática do prazo decorrido, o que na prática encurtava o seu duration. **Assim, a idéia de usar a indexação como instrumento capaz de permitir o alongamento dos prazos, mostrou-se, logo de início, contraditória no Brasil, dada que a justificativa para o uso da indexação, como discutido no segundo capítulo dessa tese, era justamente permitir o alongamento dos prazos dos títulos e não o contrário.**

A partir de 1970, porém, passaram a ser ofertados os primeiros títulos prefixados. Com a introdução das LTN, e sua crescente participação no estoque total da DPMFi, a qualidade da composição da dívida foi, nos primeiros anos após seu lançamento, atingindo patamares mais elevados. Todavia, para encontrar mercado para papéis prefixados, diante da aceleração

inflacionária e das exigências dos tomadores, em especial a partir de meados da década de setenta, os gestores passaram a ter que reduzir fortemente os prazos de vencimento das mesmas. **O encurtamento dos prazos foi exercido por intermédio de alguns expedientes, dos quais o mais importante foi a introdução das cartas de recompra em 1976. As cartas de recompra se constituiriam, como vimos, em um importante marco para a trajetória da dívida pública mobiliária interna brasileira.**

A partir do desenvolvimento das cartas de recompra, o prazo médio da dívida passou a ter que ser analisado com restrições, dado que, do ponto de vista do aplicador, a dívida era encarada como se possuísse prazos bem mais curtos, em alguns casos, até mesmo de um dia, independente do perfil dos títulos que lastreavam a operação.

No início dos anos oitenta, com a crise da dívida externa e com a inflação chegando aos três dígitos anuais, os prazos dos títulos continuaram a cair, ao passo que simultaneamente o mercado passou a exigir títulos indexados tanto à inflação como à taxa de câmbio. Apesar de terem sua emissão autorizada desde 1969, poucos anos após a institucionalização do mercado de dívida mobiliária no Brasil, as ORTN cambiais passaram a registrar intensa demanda no início dos anos oitenta, diante da procura do setor privado por proteção contra eventuais desvalorizações da taxa de câmbio. **A oferta de hedge cambial para o setor privado representou outro marco no processo de gestão da DPMFi ao possibilitar aos tomadores, agora em escala ampliada, a opção por uma indexação atrelada a índices de preços ou uma indexação atrelada à taxa de câmbio.**

Entretanto, ao longo da década de oitenta, os gestores criaram ainda novos instrumentos de dívida. **No que tange à gestão da DPMFi, e seu impacto no processo de financeirização da riqueza na economia brasileira, a mudança mais importante nesse período foi a criação das Letras Financeiras do Tesouro (LFT).** Com a oferta desse título, a demanda dos tomadores foi se deslocando gradativamente para esses papéis indexados à taxa de juros. A LFT, com sua correção financeira, acabaria consolidando-se, nos últimos anos da década de oitenta, como o principal título da dívida mobiliária interna.

A estratégia de gestão da dívida mobiliária interna recaiu assim em sua opção mais adversa, ou seja, a combinação de uma dívida pós-fixada com um reduzidíssimo prazo médio. **Desse modo, o papel da indexação se transformou radicalmente, ou seja, de garantidor de contratos de longo prazo, a sua função passou a ser garantir a continuidade da expansão da dívida pública em títulos, que cada vez mais se consolidava como a principal alternativa para a valorização financeira da riqueza da sociedade.** Os agentes econômicos encontravam nessa situação a possibilidade de satisfazer aos seus interesses rentistas, tendo simultaneamente rentabilidade real e liquidez próxima ao dos meios de pagamento, estimulando uma verdadeira ciranda financeira, e induzindo ainda mais o processo de financeirização da economia.

Todavia, no início dos anos noventa, dada a gravidade da situação, o Governo Collor empreendeu uma tentativa de se adotar medidas, no que se refere à gestão da dívida mobiliária, que buscasse promover o alongamento do prazo médio da mesma, reduzindo simultaneamente o estoque de dívida indexada. As LFT, com a decretação do Plano Collor, foram substituídas compulsoriamente pelas BTN-E. Como as LFT apresentavam vencimentos mais curtos e eram indexadas a taxa over, a sua simples troca, permitiu ao governo melhorar os dois atributos da composição da dívida, ou seja, ampliar o seu prazo médio, ao passo que diminuía a exposição do setor público às flutuações de preços dos ativos, provocando uma significativa elevação na qualidade de composição da DPMFi. Entretanto, com o fracasso dos Planos Collor I e II em debelar a inflação e com o forte ingresso de capitais externos decorrente do processo de liberalização financeira, os agentes começaram a recusar tomar títulos prefixados, gerando novos problemas na rolagem da dívida. Essa situação levou o Tesouro Nacional a colocar no mercado novos títulos indexados de sua emissão (Notas do Tesouro Nacional), capazes de satisfazer a demanda dos agentes pelos mais diferentes tipos de indexadores.

Novamente, os gestores da DPMFi se renderiam aos interesses dos agentes, ofertando um papel que, com a separação por séries, oferecia aos tomadores correção por várias formas de indexação “ao gosto do freguês”. Se o tomador apostasse em uma desvalorização do câmbio, tinha sua demanda sancionada por NTN-D, se apostasse na

elevação dos juros médios aplicados nos CDBs, tinha sua demanda sancionada por NTN-H, caso apostasse na aceleração inflacionária, tinha também sua demanda atendida com as NTN-C.

Mais tarde, com o sucesso do Plano Real em estabilizar os preços, tentou-se novamente melhorar o perfil da DPMFi, elevando-se novamente a participação de títulos prefixados no estoque total da dívida. Todavia, apesar de se tentar alcançar também o objetivo de ampliação dos prazos, dado o novo cenário de estabilidade, o que se viu foi uma estratégia que recaiu na ampliação do estoque prefixado da dívida, que acabou sendo obtido justamente devido aos prazos curtos dos novos títulos emitidos.

Entretanto, como vimos, apesar dos avanços em termos de redução nos índices de inflação, a estabilidade não foi capaz por si só de acabar com o uso da indexação na dívida mobiliária doméstica. Quando, em 1997, eclodiu a crise asiática, a participação de papéis prefixados começou a declinar rapidamente, com o percentual das LTN no total da dívida mobiliária apresentando forte recuo. A estratégia passou a ser então tentar elevar o prazo médio dos títulos à custa de uma maior participação de papéis indexados. Em meados de 1998, com o choque externo representado pela moratória russa, a situação tornou-se ainda mais difícil, gerando a necessidade de levar a cabo tal estratégia de forma ainda mais agressiva, com um rápido e intenso movimento de substituição dos títulos prefixados por pós-fixados com o retorno das emissões das LFT, gerando importantes efeitos adversos sobre a qualidade da composição da dívida mobiliária doméstica.

Os gestores da dívida passaram então a utilizar a estratégia de elevar o percentual de títulos atrelados a algum tipo de indexador, combinando-a com uma ampliação dos prazos. Essa ampliação dos prazos acabou sendo propiciada justamente pela utilização de papéis indexados, especialmente às variações do câmbio e dos juros. Porém, mesmo com essa elevação gradual no prazo médio da dívida, o duration da dívida se elevou num ritmo muito mais lento. **Ficou evidente que já não bastava só uma combinação adequada (entendida aqui como adequada às exigências dos tomadores) de prazos e formas de remuneração**

dos papéis, mas também era necessário propiciar uma maior flexibilidade no próprio processo de negociação dos papéis.

Assim, ao longo do período correspondente ao segundo mandato do Presidente Fernando Henrique, mesmo diante da consolidação da estabilidade, a dívida mobiliária doméstica preservou seu perfil pós-fixado, com a parcela da dívida indexada pelo mercado de ativos (juros e câmbio) superando a marca dos 80%. Com esse perfil, a DPMFi continuou extremamente sensível, agora não mais só às variações das taxas de juros de curto prazo, mas também novamente à própria variação da taxa de câmbio.

A partir de 2003, já durante o Primeiro Governo Lula, os gestores passaram a utilizar uma estratégia de redução do estoque de papéis indexados à taxa de câmbio. Aproveitando-se de um cenário internacional favorável e, portanto, diante de uma menor procura por esses papéis, os gestores passaram gradativamente a substituir o estoque de títulos cambiais, reduzindo a exposição da dívida doméstica às flutuações da taxa de câmbio em um cenário de valorização do Real frente ao Dólar. Aproveitando-se também de um cenário interno mais tranquilo, quando ficou claro para os investidores que a política econômica do novo governo não sofreria qualquer ruptura em relação àquela praticada pelo governo anterior, os gestores puderam também, gradualmente, aumentar o estoque de papéis prefixados (mesmo que num percentual ainda muito abaixo daquele constatado em meados de 1996), conseguindo auferir ganhos relativos em termos de perfil da dívida, sem, contudo, conseguir reduzir significativamente o estoque de papéis indexados. **Assim, mesmo diante de um cenário de consolidação da estabilidade de preços, austeridade fiscal e de forte liquidez internacional, a DPMFi apresentava um reduzido prazo médio e mantinha ao final de 2006 um perfil ainda fortemente indexado.**

A conclusão mais freqüente suscitada pelos debates a respeito da dívida pública mobiliária interna brasileira é que seu perfil, caracterizado por curto prazo médio e pequena participação relativa de títulos prefixados, é resultado da política adotada pelos gestores da dívida pública, marcada por sucessivas quebras de regras contratuais, aliada ao desequilíbrio

das finanças públicas ao longo dos anos. Sendo assim, a partir do momento em que os gestores da dívida se comprometessem a não promover quebras de regras contratuais, bem como no instante em que o setor público passasse a se comprometer com a austeridade fiscal, poder-se-ia então imaginar, a partir dessa linha de raciocínio, que os problemas de maturação, composição e de custo da dívida estariam resolvidos a favor do setor público.

Considerando-se que a partir do Plano Real se iniciou a busca da assim chamada “credibilidade” do setor público, com a inflação controlada e com o respeito aos contratos e às regras firmadas, e que, a partir do segundo mandato de FHC, procedeu-se, no âmbito do acordo com o FMI, a implantação de um intenso ajuste fiscal, poderia-se esperar então uma drástica melhora no perfil da DPMFi, o que, como vimos, não aconteceu.

Pode-se argumentar que é sempre o gestor da dívida que escolhe o que vai colocar no mercado e que os agentes apenas cobram um preço para demandar os papéis. Contudo, partindo-se dessa mesma linha de argumentação, assume-se também então que quem sanciona, em última instância, o que vai ou não ser colocado no mercado, e a que preço e em que condições, são os agentes tomadores de títulos. Assim, diante do elevado prêmio exigido por esses tomadores para aceitar carregar papéis de dívida pública prefixados e de prazos mais dilatados, - mesmo diante de um cenário de estabilidade de preços (pós 1994) e de maior austeridade fiscal (com a obtenção de crescentes superávits primários a partir de 1999) - a estratégia de gestão acabou sendo: i) ora alongar o prazo médio da dívida, porém à custa de uma maior indexação de papéis, com todas as dificuldades de previsibilidade que isso traz ao gestor sobre o quanto exatamente vai ter que pagar por um determinado papel no futuro, sem falar no constrangimento que exerce sobre a própria execução da política macroeconômica e, portanto, nos níveis de renda e emprego, quando os papéis são indexados, por exemplo, a taxa de juros; ii) ora elevar o estoque prefixado da dívida, reduzindo fortemente o prazo dos títulos, com toda a inconveniência gerada por se ter uma dívida que necessita ser rolada em intervalos muito reduzidos de tempo, ficando dependente das condições vigentes no momento da renovação, no que tange tanto à disposição dos credores de renovar o contrato, tanto às condições de prazos e taxa de juros a serem exigidas por esses credores no momento da renovação. **Em qualquer um dos casos, as tensões presentes no processo de gestão da**

dívida pública mobiliária interna brasileira revelam a força da lógica de valorização financeira da riqueza e a tendência ao rentismo no capitalismo brasileiro.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABREU, Marcelo P. (org.) (1990). *A Ordem do Progresso: Cem Anos de Política Econômica Republicana, 1889-1989*. Rio de Janeiro: Campus.

AGLIETTA, Michel (1976). *Régulation et crises du capitalisme*. Paris: Calmann-Levy.

AGLIETTA, Michel (1995). *Macroéconomie financière*. Paris: La Découverte.

ALMEIDA, Júlio S. G. (1994). *Crise econômica e reestruturação de empresas e bancos nos anos 80*. Tese de Doutorado defendida junto ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas.

ALMEIDA FILHO, Niemeyer (1994). *Os limites estruturais à política econômica brasileira nos anos 80/90*. Tese de Doutorado defendida junto ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas.

ANDIMA. *Séries Históricas: Dívida Pública*. Rio de Janeiro: Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto, 1994.

ANDRADE, João S. (1999). *Apontamentos de política monetária e financeira*. (mimeo).

ANDREZO, Andréa F.; LIMA, Iran S. (2002). *Mercado Financeiro: aspectos históricos e conceituais*. São Paulo: Pioneira.

ARAÚJO, Carlos H. V. (2002). *Mercado de títulos públicos e operações de mercado aberto no Brasil: aspectos históricos e operacionais*. Notas Técnicas do Banco Central do Brasil, nº 12, jan/02.

ARESTIS, Philip; SAWYER, Malcolm (2001). The economic analysis underlying the “third way”. *New Political Economy*, v. 6, n° 2, jul/01, p. 255-78.

ARESTIS, Philip; SAWYER, Malcolm (2006). What is the New Consensus in Macroeconomics? (mimeo).

ARIDA, Pêrsio (2004). Aspectos macroeconômicos da conversibilidade: uma discussão do caso brasileiro. (mimeo).

ARIDA, Pêrsio; BACHA, Edmar; RESENDE, André L. (2004). High Interest Rates in Brazil: Conjectures on the jurisdictional uncertainty. (mimeo).

BANCO CENTRAL DO BRASIL – BCB. Boletins do Banco Central (vários números).

BANCO CENTRAL DO BRASIL – BCB. Gestão da Dívida Mobiliária e Operações de Mercado Aberto, jun/2008.

BANCO CENTRAL DO BRASIL – BCB. Manual de Finanças Públicas, 2008.

BANCO CENTRAL DO BRASIL – BCB. O Banco Central e sua relação com o Tesouro Nacional, 1993.

BANCO CENTRAL DO BRASIL – BCB. Relatório Focus. Primeira Semana de Agosto de 2006.

BANCO CENTRAL DO BRASIL – BCB. Relatórios do Banco Central (vários números).

BANCO CENTRAL DO BRASIL – BCB. Séries temporais do Bacen. Disponível no sítio do BCB (www.bcb.gov.br).

BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO – BID. La Estructura de la Deuda Pública en América Latina: Lecciones y Perspectivas. Proyecto Red de Centros de Investigación, Términos de Referencia, 1997.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS – BIS. Quarterly Review, 2006.

BARBOSA, Fernando H. (1993). A indexação dos ativos financeiros: a experiência brasileira. Revista Brasileira de Economia, v. 47, n° 3, jul-set/93.

BARROS, Luís C. M. (1993). A moeda indexada: uma experiência brasileira. Economia e Sociedade, n° 2, ago/93.

BATISTA JÚNIOR, Paulo N. (1989). Ajustamento das contas públicas na presença de uma dívida elevada: observações sobre o caso brasileiro. Revista de Economia Política, vol. 9, n° 4, out-dez/89.

BATISTA JÚNIOR, Paulo N. (1990). Déficit e financiamento do setor público brasileiro: 1983-1988. Revista de Economia Política, vol. 10, n° 4, out-dez/90.

BELLUZZO, Luiz G. M. (1995). O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados globalizados. Revista Economia e Sociedade, n° 4, jun/95, p. 11-20.

BELLUZZO, Luiz G. M.; ALMEIDA, Júlio S. G. (2002). A economia brasileira: da crise da dívida aos impasses do Real. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira.

BELLUZZO, Luiz G. M.; BATISTA JÚNIOR, Paulo N. (1992). A luta pela sobrevivência da moeda nacional. Rio de Janeiro: Paz e Terra.

BERNSTEIN, Michael A. (1987). The Great Depression – Delayed Recovery and Economic Change in America (1929-1939). Cambridge: Cambridge University Press.

BHATTACHARYA, Sudipto. (1979). Welfare and Savings Effects of Indexation. *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 11, mai/79, p. 192-201.

BOUGHTON, James M. (2002). Why White, Not Keynes? IMF, Working Paper n° 52, mar/02.

BRAGA, José C. S. (1985). Temporalidade da riqueza: uma contribuição à teoria da dinâmica capitalista. Tese de Doutorado defendida junto ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas.

BRAGA, José C. S. (1993). A financeirização da riqueza: a macroestrutura financeira e a nova dinâmica dos capitalismos centrais. *Revista Economia e Sociedade*, n° 2, ago/93.

BRANDÃO, Carlos (1991). O ABC da política monetária para execução de programas de ajustamentos macroeconômicos. *Revista de Economia Brasileira*, v. 45 (especial), jan/91.

CAGAN, Philip (1956). The Monetary Dynamics of Hyperinflation. In: Friedman, Milton. *Studies in the Quantity Theory of Money*. University of Chicago Press.

CARDIM DE CARVALHO, Fernando (1991). A não-neutralidade da moeda em Economias Monetárias de produção: a moeda nos modelos pós-keynesianos. *Revista Estudos Econômicos*, v. 21, n° 1, jan-abr/91, p.11-40.

CARDIM DE CARVALHO, Fernando (1992). Mr. Keynes and the Post Keynesians: Principles of Macroeconomics for a Monetary Production Economy. Aldershot: Elgar.

CARDIM DE CARVALHO, Fernando (1993). Sobre a endogenia da oferta de moeda: réplica ao professor Nogueira da Costa. *Revista de Economia Política*, v. 10, n° 3, jul-set/93.

CARDIM DE CARVALHO, Fernando (2004). Bretton Woods aos 60 anos. Rio de Janeiro: IE/UFRJ.

CARDIM DE CARVALHO, Fernando et al. (2000). Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política. Rio de Janeiro: Campus.

CARDOSO, Eliana (2005). Mal menor? Jornal Valor Econômico, edição nº 1384 de 10/11/2005.

CARNEIRO, Ricardo M. (1999). A globalização Financeira: origem, dinâmica e perspectivas. Texto para discussão: IE/Unicamp, nº 90, out/1999.

CARNEIRO, Ricardo M. (2002). Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX. São Paulo: UNESP.

CARVALHO, Carlos E. (1993). Liquidez dos haveres financeiros e zeragem automática do mercado. Revista de Economia Política, v.13, nº 1, jan-mar/93.

CARVALHO, Carlos E. (1996). Bloqueio de Liquidez e Estabilização: O Fracasso do Plano Collor. Tese de Doutorado defendida junto ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas.

CARVALHO, Carlos E. (2003). O fracasso do Plano Collor: erros de execução ou de concepção? Revista Economia, v.4, nº 2, jul-dez/03.

CARVALHO, Carlos E. (2005). Dívida Pública: um debate necessário. In: SICSU, J.; PAULA, L. F. R.; MICHEL, R. (orgs.). Novo Desenvolvimentismo: Um projeto nacional de crescimento com equidade social. São Paulo: Ed. Manole e Konrad Adenauer, p. 377-398.

CHESNAIS, François (1996). A Mundialização do Capital. São Paulo: Xamã.

CLAVIN, Patricia (2000). The Great Depression in Europe (1929-1939). New York: St. Martin's Press.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. Cadernos CVM: Fundos de Investimento. Disponível no sítio da CVM (www.cvm.gov.br).

COSTA, Fernando N. (1994). Por uma teoria alternativa da moeda. Tese de Livre Docência defendida junto ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas.

COUTINHO, Carlos S. (1997). Rentismo e capitalismo: um estudo sobre as trajetórias da riqueza financeira. Tese de Doutorado defendida junto ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas.

COUTINHO, Luciano G.; BELLUZZO, Luiz G. M. (1996). Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. *Economia e Sociedade*, n° 7, dez/96, p. 129-54.

COUTINHO, Luciano G.; BELLUZZO, Luiz G. M. (1998). Financeirização da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas. *Economia e Sociedade*, n° 11, dez/98, p. 137-50.

CRUZ, Paulo D. C. (1993). Endividamento externo e transferência de recursos reais ao exterior: os setores público e privado na crise dos anos oitenta. Texto para Discussão: IE/Unicamp, n° 24, jul/93.

DAVIDSON, Paul (1978). *Money and the Real World*. London: MacMillan.

DECRETO N° 3.859/2001 – Características dos Títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna. Brasília: Presidência da República, 4 de julho de 2001.

DELFIM NETTO, Antonio (2006). Entre ciência e magia negra. *Jornal Valor Econômico*, edição n° 1345 de 24/01/2006.

DORNBUSCH, Rudiger; SIMONSEN, Mario H. (1986). *Inflation, debt and indexation*. Cambridge: MIT.

EAGLY, Robert. (1967). On Government Issuance of an Indexed Bonds. Public Finance, n° 22, p. 268-284.

ECONOMIC REPORT OF THE PRESIDENT. Report Spreadsheet Tables, 2006. Disponível em www.gpoaccess.gov/eop/tables06.html.

EICHENGREEN, Barry (1995). Golden Fetters – The Gold Standard and the Great Depression (1919-1939). Oxford University Press.

EICHENGREEN, Barry; HAUSMANN, Richard (1999). Exchange Rates and Financial Fragility. NBER, Working Paper, n° 7418, nov/99.

EICHENGREEN, Barry; HAUSMANN, Richard; PANIZZA, Ugo. (2002). Original Sin: The Pain, the Mystery, and the Road to Redemption. Banco Interamericano de Desenvolvimento, Nov/02.

EICHENGREEN, Barry; HAUSMANN, Richard; PANIZZA, Ugo (2003). Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why they are not the same and why it matters. NBER, Working Paper, n° 10036, out/03.

FERNANDES, Orlando Assunção (1999). A Política Monetária Brasileira Durante a Década Perdida. Dissertação de Mestrado defendida junto ao Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.

FERNANDES, Orlando Assunção (2009). Os Mecanismos Institucionais de Gestão da Dívida Pública Mobiliária Durante o Regime Militar Brasileiro (1964-1984). Revista de Economia Política e História Econômica, ano 6, n° 16, jan/09.

FERNANDES, Orlando Assunção; TUROLLA, Frederico A. (2005). Managing Brazil's Public Debt under the Original Sin Hypothesis. Brazilian Business Review, v. 2, n° 2, jul-dez/05.

FERNANDES, Orlando Assunção; TUROLLA, Frederico A. (2006). Uma revisão de quarenta anos da dívida mobiliária interna (1964-2004). *Revista Pesquisa & Debate*, v. 17, nº 2 (30), jul-dez/06.

FIGUEIREDO, Luiz F.; MEGALE, Caio. (2006). O Processo de Alongamento da Dívida Pública Mobiliária Federal. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo. *Mercado de Capitais e Dívida Pública: Tributação, Indexação e Alongamento*. Rio de Janeiro: Ed. Contra Capa.

FISCHER, Stanley (1975). The demand for index bonds. *Journal of Political Economy*, v. 83, nº 3, jun/75, p. 509-34.

FITOUSSI, Jean P. (1995). *Le débat interdit: Monnaie, Europe, Pauvreté*. Paris: Arléa.

FRANCO, Gustavo H. B. (1995). *O Plano Real e outros ensaios*. Rio de Janeiro: Francisco Alves.

FRASER, Steve; GERSTLE, Gary (orgs.) (1989). *The Rise and Fall of the New Deal Order (1930-1980)*. Princeton University Press.

GALVEAS, Ernane (1983). A crise mundial e a estratégia brasileira de ajustamento do balanço de pagamentos. *Revista Finanças Públicas*, nº 353, jan-mar/83.

GOLDFAJN, Ilan. (1998). *Public Debt and Denomination: The Case of Brazil*. IMF, Working Paper, fev/98.

GOLDFAJN, Ilan. (2002). Há razões para duvidar que a dívida pública no Brasil é sustentável? *Notas Técnicas do Banco Central do Brasil*, nº 25, jul/02.

GONÇALVES, José R. B.; MADI, Maria A. C. (2006). A Modernização e a Redefinição das Elites no Brasil Contemporâneo. Trabalho apresentado no 52º Congresso Internacional de Americanistas. Sevilha, ESPANHA, julho 2006.

GUTTMANN, Robert (1996). A transformação do capital financeiro. Economia e Sociedade, n° 7, dez/96.

HERMANN, Jennifer (2002). A Macroeconomia da Dívida pública: Notas sobre o Debate Atual e a Experiência Brasileira Recente (1999-2002). Cadernos Adenauer, vol. 4, 2002.

HICKS, John R. (1974). The crisis in keynesian economics. New York: Basic Books.

HILFERDING, Rudolf (1982). O capital financeiro. São Paulo: Abril Cultural, 1910.

HOBSEBAWM, Eric (1977). A Era do Capital: 1848-1875. Rio de Janeiro: Paz e Terra.

HOBSON, John A. (1996). A evolução do capitalismo moderno. São Paulo: Nova Cultural, 1916.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA – IPEA. Séries Temporais do Ipeadata. Disponível no sítio do IPEADATA (www.ipeadata.gov.br).

INTERNATIONAL MONETARY FUND – IMF. Brazil: Report on Observance of Standards and Codes (ROSC) – Fiscal Transparency. Country Report. Washington, out/2001.

INTERNATIONAL MONETARY FUND – IMF. Factsheet: Special Drawing Rights (SDRs). Washington, mar/2006.

INTERNATIONAL MONETARY FUND – IMF. International Capital Markets. Washington, 1994.

INVERTIA – Tesouro vende R\$ 10,233 bi de títulos e taxa pré diminui. Reuters, 10/08/2006. Disponível no sítio do Invertia Brasil (<http://br.invertia.com>).

KEYNES, John M. (1930). *A Treatise on Money*. London: Macmillan.

KEYNES, John M. (1996). *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo: Nova Cultural, 1936.

KINDLEBERGER, Charles P. (1985). *La Crisis Económica: 1929-1939*. Editorial Crítica.

KINDLEBERGER, Charles P. (1986). *Keynesianism vs. Monetarism and Others Essays in Financial History*. London: George Allen & Unwin.

KREGEL, Jan (1996). Riscos e implicações da globalização financeira para a autonomia de políticas nacionais. *Economia e Sociedade*, n° 7, dez/96, p. 51-83.

KURTZMAN, Joel (1995). *A morte do dinheiro: como a economia eletrônica desestabilizou os mercados mundiais e criou o caos financeiro*. São Paulo: Atlas.

LACERDA, Antonio C.; BOCCHI, João I.; REGO, José M.; BORGES, Maria A.; MARQUES, Rosa M. (2003). *Economia Brasileira*. São Paulo: Ed. Saraiva.

LESSA, Carlos (1983). *Quinze anos de política econômica*. São Paulo: Brasiliense.

LESSA, Carlos (2006). A globalização e o bom mocismo brasileiro. *Jornal Valor Econômico*, edição n° 1392 de 23/11/2005.

LEVHARI, David; LIVIATAN, Nissan (1976). Government Intermediation in the Indexed Bonds Market. *American Economic Review*, n° 66, mai/76, p. 186-192.

LIPIETZ, Alain. (1979). *Crise et inflation, pourquoi?* Paris: Maspero.

LIPIETZ, Alain. (1988). *Miragens e milagres: problemas da industrialização do terceiro mundo*. São Paulo: Nobel.

LOUREIRO, André S.; BARBOSA, Fernando H. (2003). Dívida pública e prêmio de risco dos títulos públicos brasileiros. *Notas Técnicas do Banco Central do Brasil*, nº 42, nov/03.

LUQUE, Carlos A. (1993). Observações sobre o processo inflacionário brasileiro: 1986-1991. *Revista de Economia Política*, v. 13, nº 2, abr-jun/93.

MADDISON, Angus (1991). *Dynamic forces in capitalist development*. Oxford: Oxford University Press.

MADI, Maria A. C. (1993). *Política Monetária no Brasil: Uma interpretação pós-keynesiana*. Tese de Doutorado defendida junto ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas.

MADI, Maria A. C. (2004). *Financial liberalization and macroeconomic policy options: Brazil, 1994-2003*. Texto para Discussão: IE/Unicamp, nº 117, jul/04.

MADI, Maria A. C.; FERNANDES, Orlando Assunção. (2006). *As transformações do Estado: Os impactos da financeirização na gestão da dívida pública mobiliária interna*. Trabalho apresentado no 52º Congresso Internacional de Americanistas, Sevilha, ESPANHA, julho de 2006.

MANDEL, Ernest (1985). *O Capitalismo Tardio*. São Paulo: Nova Cultural, 1972.

MARINHO, Henrique (1986). *Política Monetária no Brasil: da teoria à prática*. Rio de Janeiro: Editora Campus.

MARX, Karl (1991). *O Capital*. Rio de Janeiro: Editora Bertrand, 1894.

MAZZUCHELLI, Frederico (2005a). Notas sobre a Ordem liberal Burguesa. Campinas: IE/Unicamp (mimeo).

MAZZUCHELLI, Frederico (2005b). Roteiros Expositivos e Notas de Aula de Economia Política. Campinas: IE/Unicamp (mimeo).

MAZZUCHELLI, Frederico (2005c). Transformações financeiras no capitalismo contemporâneo. Campinas: IE/Unicamp (mimeo).

MCKINSEY GLOBAL INSTITUTE (2005). \$118 Trillion and Counting: Taking Stock World's Capital Market. San Francisco: Mckinsey & Company.

MELLO, João M. C. (1982). O Capitalismo Tardio. São Paulo: Brasiliense.

MEYER, Arno (1995). Lucro do Banco Central, remuneração da conta do tesouro e financiamento do déficit do Tesouro Nacional. Texto para discussão. São Paulo: IESP/FUNDAP.

MINELLA, André. (1995). A indexação dos contratos financeiros em contexto de alta inflação: o caso brasileiro (1964-1990). Dissertação de Mestrado defendida junto ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas.

MINSKY, Hyman P. (1986). Stabilizing an unstable economy. New Haven: Yale University Press.

MODIANO, Eduardo (1990). A Ópera dos Três Cruzados: 1985-1989. In: ABREU, Marcelo Paiva (org.). A Ordem do Progresso: Cem Anos de Política Econômica Republicana, 1889-1989. Rio de Janeiro: Campus.

OLIVEIRA, Carlos A. B. (1985). O Processo de Industrialização: do Capitalismo Originário ao Atrasado. Tese de Doutorado defendida junto ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas.

ORENSTEIN, Luiz; SOCHACZEWSKI, Antonio C. (1990). Democracia com Desenvolvimento: 1956-1961. In: ABREU, Marcelo Paiva (org.). A Ordem do Progresso: Cem Anos de Política Econômica Republicana, 1889-1989. Rio de Janeiro: Campus.

PATINKIN, Don (1976). O que os países desenvolvidos podem aprender com a indexação. Estudos Econômicos, v. 6, n° 1, jan-abr/76.

PAULA, Luiz F. R. (1997). Comportamento dos bancos em alta inflação: teoria e experiência brasileira recente. Tese de Doutorado defendida junto ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas.

PEDRAS, Guilherme B. V. (2003). A evolução da administração da dívida pública e risco de repúdio no Brasil. Dissertação de Mestrado defendida junto à Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas.

PEREIRA, Luís C. B. (1986). Inflação Inercial e Plano Cruzado. Revista de Economia Política, v. 6, n° 3, jul-set/86.

PINEAUT, Eric (2001). Finance Capital and the Institutional Foundations of Capitalist Finance: theoretical elements from Marx to Minsky. (mimeo).

PLIHON, Dominique (1994). Mouvements de capitaux et instabilité monétaire. Cahiers Economiques et Monétaires, Paris, n° 43.

PLIHON, Dominique (1996). Desequilíbrios mundiais e instabilidade financeira. Economia e Sociedade, n° 7, dez/96.

POLANYI, Karl (1980). A grande transformação. Rio de Janeiro: Campus, 1944.

PRADO, Maria C. R. M. (2006a). A proposta de Chico Lopes. *Jornal Valor Econômico* de 22/06/2006.

PRADO, Maria C. R. M. (2006b). O aniversário da jabuticaba. *Jornal Valor Econômico* de 25/05/2006.

REINHART, Carmen M.; ROGOFF, Kenneth S.; SAVASTANO, Miguel A. (2003). Debt Intolerance. *Brooking Papers on Economic Activity*, vol.1.

RESENDE, André L. (2006). Em Defesa dos Títulos de Indexação Financeira. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo. *Mercado de Capitais e Dívida Pública: Tributação, Indexação e Alongamento*. Rio de Janeiro: Ed. Contra Capa.

SALAMA, Pierre (2005). De la flexibilité à la cohésion sociale en passant par la finance. (mimeo).

SARNAT, Marshall. (1973). Purchasing Power Risk, Portfolio Analysis, and the Case for Index-Linked Bonds. *Journal Money, Credit and Banking*, v. 5, n° 3, ago/73, p. 836-845.

SENNA, José J. (1989). *Tempos de Incerteza: A economia brasileira dos anos oitenta*. Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos Editora.

SINAPI, Christine (2005). Crises financières et gouvernance mondiale: fragilisation financière et institutionnelle endogène dans l'approche minskyenne. (mimeo).

TAVARES, Maria C. (1977). *Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro*. Rio de Janeiro: Zahar.

TAVARES, Maria C. (1983). O Sistema Financeiro e o Ciclo de Expansão Recente. In: BELLUZZO, Luiz G. M.; COUTINHO, Renata (orgs.) Desenvolvimento Capitalista no Brasil. Vol. 2, São Paulo: Brasiliense.

TESOURO NACIONAL. Emissões Diretas de Títulos da DPMFi.

TESOURO NACIONAL. Plano Anual de Financiamento – 2005.

TESOURO NACIONAL. Relatório da Dívida Pública – 2005.

TESOURO NACIONAL. Sítio do Tesouro Nacional (www.tesouronacional.gov.br).

TOLEDO, João E. C. (1986). Indexação da Dívida Pública e Reforma Monetária. Revista de Economia Política, vol. 6, nº 2, abr-jun/86.

TUROLLA, Frederico A. (2005). Política Cambial com Dívida Indexada em Moeda Estrangeira no Brasil, 1995-2004. Tese de Doutorado em Economia defendida junto à Fundação Getúlio Vargas de São Paulo.

VIANNA, Sérgio B. (1990). Política Econômica Externa e Industrialização: 1946-1951. In: ABREU, Marcelo P. (org.). A Ordem do Progresso: Cem Anos de Política Econômica Republicana, 1889-1989. Rio de Janeiro: Campus.

WALTON, Gary M.; ROCKOFF, Hugh (1998). History of the American Economy. Maison, Ohio: Thomson Learning.

ZAMAGNI, Vera (2001). Historia Económica de la Europa Contemporánea. Barcelona: Editorial Critica.

ZINI JÚNIOR, Álvaro A. (1989). Fundar a Dívida Pública. Planejamento e Políticas Públicas. Brasília, nº 2, dez/89.

ANEXOS

ANEXO 1 – DECRETO N.º 3.859, DE 4 DE JULHO DE 2001

Estabelece as características dos Títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal interna.

O PRESIDENTE DA REPÚBLICA, no uso da atribuição que lhe confere o art. 84, inciso IV, da Constituição, e tendo em vista o disposto na Lei nº 10.179, de 6 de fevereiro de 2001, e na Lei nº 9.711, de 20 de novembro de 1998,

DECRETA:

Art. 1º As Letras do Tesouro Nacional - LTN terão as seguintes características:

I - prazo: definido pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão do título;

II - modalidade: nominativa;

III - valor nominal: múltiplo de R\$ 1.000,00 (mil reais);

IV - rendimento: definido pelo deságio sobre o valor nominal;

V - resgate: pelo valor nominal, na data de vencimento.

Art. 2º As Letras Financeiras do Tesouro-LFT terão as seguintes características:

I - prazo: definido pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão do título;

II - modalidade: nominativa;

III - valor nominal na data-base: múltiplo de R\$ 1.000,00 (mil reais);

IV - rendimento: taxa média ajustada dos financiamentos diários apurados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia - SELIC para títulos públicos federais, divulgada pelo Banco Central do Brasil, calculada sobre o valor nominal;

V - resgate: pelo valor nominal, acrescido do respectivo rendimento, desde a data-base do título.

Art. 3º As Letras Financeiras do Tesouro destinadas ao cumprimento dos contratos de assunção pela União das dívidas de responsabilidade dos Estados e do Distrito Federal, nos termos da Lei nº 9.496, de 11 de setembro de 1997, bem como das operações relativas à redução da presença do setor público estadual na atividade financeira bancária nos termos da Medida Provisória nº 2.192-68, de 28 de junho de 2001, poderão ser emitidas em duas séries distintas: Letras Financeiras do Tesouro Série A - LFT-A e Letras Financeiras do Tesouro Série B - LFT-B.

Parágrafo único. Poderão também ser emitidas Letras Financeiras do Tesouro Série B - LFT-B, para o cumprimento dos contratos de assunção pela União das dívidas de responsabilidade dos Municípios, nos termos da Medida Provisória nº 2.185-33, de 28 de junho de 2001.

Art. 4º A LFT-A terá as seguintes características:

I - prazo: até quinze anos;

II - forma de colocação: direta, em favor do interessado;

III - valor nominal na data-base: R\$ 1.000,00 (mil reais);

IV - rendimento: taxa média ajustada dos financiamentos diários apurados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia - SELIC para títulos públicos federais, divulgada pelo Banco Central do Brasil, acrescida de 0,0245% a.m.;

V - resgate do principal: em até cento e oitenta parcelas mensais e consecutivas, vencendo a primeira no mês seguinte ao da emissão, sendo cada uma delas de valor correspondente ao resultado obtido pela divisão do saldo remanescente, atualizado e capitalizado, na data do vencimento de cada uma das parcelas pelo número de parcelas vincendas, inclusive a que estiver sendo paga.

Art. 5º A LFT-B terá as seguintes características:

I - prazo: até quinze anos;

II - forma de colocação: direta, em favor do interessado;

III - valor nominal na data-base: R\$ 1.000,00 (mil reais);

IV - rendimento: taxa média ajustada dos financiamentos diários apurados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia - SELIC para títulos públicos federais, divulgada pelo Banco Central do Brasil;

V - resgate: pelo valor nominal, acrescido do respectivo rendimento, desde a data-base do título.

Art. 6º As Notas do Tesouro Nacional - NTN poderão ser emitidas em dez séries distintas: NTN Série A - NTN-A; NTN Série B - NTN-B; NTN Série C - NTN-C; NTN Série D - NTN-D; NTN Série F - NTN-F; NTN Série H - NTN-H; NTN Série I - NTN-I; NTN Série M - NTN-M; NTN Série P - NTN-P; e NTN Série R, Sub-série 2 - NTN-R2.

Art. 7º A NTN-A, a ser utilizada nas operações de troca por "Brazil Investment Bonds - BIB", de acordo com o inciso III do art. 1º da Lei nº 10.179, de 2001, e pelos demais títulos emitidos em decorrência de acordos de reestruturação da dívida externa brasileira, e para fins de substituição das Notas do Tesouro Nacional Série L - NTN-L, existentes junto ao Banco Central do Brasil, até o limite da obrigação decorrente do "Multi-Year Deposit Facility Agreement - MYDFA", conforme disposto no art. 6º da Medida Provisória nº 2.179-34, de 28 de junho de 2001, será emitida em nove sub-séries distintas: NTN-A₁, NTN-A₃, NTN-A₄, NTN-A₅, NTN-A₆, NTN-A₇, NTN-A₈, NTN-A₉ e NTN-A₁₀.

§ 1º A NTN-A₁, a ser utilizada nas operações de troca por "Brazil Investment Bonds - BIB", terá as seguintes características:

I - prazo: até dezesseis anos, observado o cronograma remanescente de vencimento do BIB utilizado na operação de troca;

II - taxa de juros: seis por cento ao ano, calculada sobre o valor nominal atualizado;

III - forma de colocação: direta, em favor do interessado, podendo ser ao par, com ágio ou deságio;

IV - modalidade: nominativa;

V - valor nominal na data-base: múltiplo de R\$ 1.000,00 (mil reais);

VI - atualização do valor nominal: pela variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos da América no mercado de câmbio de taxas livres, divulgada pelo Banco Central do Brasil, sendo consideradas as taxas médias do dia útil imediatamente anterior à data-base e à data do vencimento do título;

VII - pagamento de juros: todo dia quinze dos meses de março e setembro, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber;

VIII - resgate do principal: nas mesmas condições observadas para o pagamento do BIB que originou a operação de troca, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber.

§ 2º A NTN-A₃, a ser utilizada nas operações de troca por "Par Bond", terá as seguintes características:

I - prazo: até vinte e sete anos, observado o cronograma remanescente de vencimento do "Par Bond" utilizado na operação de troca;

II - taxa de juros, calculada sobre o valor nominal atualizado, da seguinte forma:

a) até 14 de abril de 1998: cinco inteiros e vinte e cinco centésimos por cento ao ano;

b) de 15 de abril de 1998 a 14 de abril de 1999: cinco inteiros e cinco décimos por cento ao ano;

c) de 15 de abril de 1999 a 14 de abril de 2000: cinco inteiros e setenta e cinco centésimos por cento ao ano;

d) de 15 de abril de 2000 até o vencimento: seis por cento ao ano;

III - forma de colocação: direta, em favor do interessado, podendo ser ao par, com ágio ou deságio;

IV - modalidade: nominativa;

V - valor nominal na data-base: múltiplo de R\$ 1.000,00 (mil reais);

VI - atualização do valor nominal: pela variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos da América no mercado de câmbio de taxas livres, divulgada pelo Banco Central do Brasil, sendo consideradas as taxas médias do dia útil imediatamente anterior à data-base e à data do vencimento do título;

VII - pagamento de juros: todo dia quinze dos meses de abril e outubro, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber;

VIII - resgate do principal: nas mesmas condições observadas para o pagamento do "Par Bond" que originou a operação de troca, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber.

§ 3º A NTN-A₄, a ser utilizada nas operações de troca por "Discount Bond", terá as seguintes características:

I - prazo: até vinte e sete anos, observado o cronograma remanescente de vencimento do "Discount Bond" utilizado na operação de troca;

II - taxa de juros: "LIBOR" semestral, divulgada pelo Banco Central do Brasil, sendo considerada a taxa referente ao segundo dia útil anterior ao da repactuação, acrescida de "spread" de oito mil, cento e vinte e cinco décimos de milésimos por cento ao ano, calculada sobre o valor nominal atualizado, respeitado o limite de doze por cento ao ano;

III - forma de colocação: direta, em favor do interessado, podendo ser ao par, com ágio ou deságio;

IV - modalidade: nominativa;

V - valor nominal na data-base: múltiplo de R\$ 1.000,00 (mil reais);

VI - atualização do valor nominal: pela variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos da América no mercado de câmbio de taxas livres, divulgada pelo Banco Central do Brasil, sendo consideradas as taxas médias do dia útil imediatamente anterior à data-base e à data do vencimento do título;

VII - pagamento de juros: todo dia quinze dos meses de abril e outubro, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber;

VIII - resgate do principal: nas mesmas condições observadas para o pagamento do "Discount Bond" que originou a operação de troca, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber.

§ 4º A NTN-A₅, a ser utilizada nas operações de troca por "Front Loaded Interest Reduction Bond - FLIRB", terá as seguintes características:

I - prazo: até doze anos, observado o cronograma remanescente de vencimento do FLIRB utilizado na operação de troca;

II - taxa de juros, calculada sobre o valor nominal atualizado, da seguinte forma:

a) até 14 de abril de 1998: quatro inteiros e cinco décimos por cento ao ano;

b) de 15 de abril de 1998 a 14 de abril de 1999: cinco por cento ao ano;

c) de 15 de abril de 1999 a 14 de abril de 2000: cinco por cento ao ano;

d) de 15 de abril de 2000 até o vencimento: "LIBOR" semestral, divulgada pelo Banco Central do Brasil, sendo considerada a taxa referente ao segundo dia útil anterior ao da repactuação, acrescida de "spread" de oito mil, cento e vinte e cinco décimos de milésimos por cento ao ano, respeitado o limite de doze por cento ao ano;

III - forma de colocação: direta, em favor do interessado, podendo ser ao par, com ágio ou deságio;

IV - modalidade: nominativa;

V - valor nominal na data-base: múltiplo de R\$ 1.000,00 (mil reais);

VI - atualização do valor nominal: pela variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos da América no mercado de câmbio de taxas livres, divulgada pelo Banco Central do Brasil, sendo consideradas as taxas médias do dia útil imediatamente anterior à data-base e à data do vencimento do título;

VII - pagamento de juros: todo dia quinze dos meses de abril e outubro, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber;

VIII - resgate do principal: nas mesmas condições observadas para o pagamento do "FLIRB" que originou a operação de troca, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber.

§ 5º A NTN-A₆, a ser utilizada nas operações de troca por "Front Loaded Interest Reduction Bond With Capitalization - C-Bond", terá as seguintes características:

I - prazo: até dezessete anos, observado o cronograma remanescente de vencimento do C-Bond utilizado na operação de troca;

II - taxa de juros, calculada sobre o valor nominal atualizado da seguinte forma:

a) até 14 de abril de 1998: quatro inteiros e cinco décimos por cento ao ano;

b) de 15 de abril de 1998 a 14 de abril de 2000: cinco por cento ao ano;

c) de 15 de abril de 2000 até o vencimento: oito por cento ao ano;

d) a diferença entre as taxas de juros vigentes até 14 de abril de 2000 e a taxa de oito por cento ao ano será capitalizada nas datas de pagamento;

III - forma de colocação: direta, em favor do interessado, podendo ser ao par, com ágio ou deságio;

IV - modalidade: nominativa;

V - valor nominal na data-base: múltiplo de R\$ 1.000,00 (mil reais);

VI - atualização do valor nominal: pela variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos da América no mercado de câmbio de taxas livres, divulgada pelo Banco Central do Brasil, sendo consideradas as taxas médias do dia útil imediatamente anterior à data-base e à data do vencimento do título;

VII - pagamento de juros: todo dia quinze dos meses de abril e outubro, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber;

VIII - resgate do principal: nas mesmas condições observadas para o pagamento do "C-Bond" que originou a operação de troca, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber.

§ 6º A NTN-A₇, a ser utilizada nas operações de troca por "Debt Conversion Bond - DCB", terá as seguintes características:

I - prazo: até quinze anos, observado o cronograma remanescente de vencimento do DCB utilizado na operação de troca;

II - taxa de juros: "LIBOR" semestral, divulgada pelo Banco Central do Brasil, sendo considerada a taxa referente ao segundo dia útil anterior ao da repactuação, acrescida de "spread" de oitocentos e setenta e cinco milésimos por cento ao ano, calculada sobre o valor nominal atualizado, respeitado o limite de doze por cento ao ano;

III - forma de colocação: direta, em favor do interessado, podendo ser ao par, com ágio ou deságio;

IV - modalidade: nominativa;

V - valor nominal na data-base: múltiplo de R\$ 1.000,00 (mil reais);

VI - atualização do valor nominal: pela variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos da América no mercado de câmbio de taxas livres, divulgada pelo Banco Central do Brasil, sendo consideradas as taxas médias do dia útil imediatamente anterior à data-base e à data do vencimento do título;

VII - pagamento de juros: todo dia quinze dos meses de abril e outubro, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber;

VIII - resgate do principal: nas mesmas condições observadas para o pagamento do "DCB" que originou a operação de troca, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber.

§ 7º A NTN-A₈, a ser utilizada nas operações de troca por "New Money Bond - NMB", terá as seguintes características:

I - prazo: até doze anos, observado o cronograma remanescente de vencimento do NMB utilizado na operação de troca;

II - taxa de juros: "LIBOR" semestral, divulgada pelo Banco Central do Brasil, sendo considerada a taxa referente ao segundo dia útil anterior ao da repactuação, acrescida de "spread" de oitocentos e setenta e cinco milésimos por cento ao ano, calculada sobre o valor nominal atualizado, respeitado o limite de doze por cento ao ano;

III - forma de colocação: direta, em favor do interessado, podendo ser ao par, com ágio ou deságio;

IV - modalidade: nominativa;

V - valor nominal na data-base: múltiplo de R\$ 1.000,00 (mil reais);

VI - atualização do valor nominal: pela variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos da América no mercado de câmbio de taxas livres, divulgada pelo Banco Central do Brasil, sendo consideradas as taxas médias do dia útil imediatamente anterior à data-base e à data do vencimento do título;

VII - pagamento de juros: todo dia quinze dos meses de abril e outubro, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber;

VIII - resgate do principal: nas mesmas condições observadas para o pagamento do NMB que originou a operação de troca, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber.

§ 8º A NTN-A₉, a ser utilizada nas operações de troca por "Eligible Interest Bond - EIBond", terá as seguintes características:

I - prazo: até nove anos, observado o cronograma remanescente de vencimento do EIBond utilizado na operação de troca;

II - taxa de juros: "LIBOR" semestral, divulgada pelo Banco Central do Brasil, sendo considerada a taxa referente ao segundo dia útil anterior ao da repactuação, acrescida de "spread" de oito mil, cento e vinte e cinco décimos de milésimos por cento ao ano, calculada sobre o valor nominal atualizado, respeitado o limite de doze por cento ao ano;

III - forma de colocação: direta, em favor do interessado, podendo ser ao par, com ágio ou deságio;

IV - modalidade: nominativa;

V - valor nominal na data-base: múltiplo de R\$ 1.000,00 (mil reais);

VI - atualização do valor nominal: pela variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos da América no mercado de câmbio de taxas livres, divulgada pelo Banco Central do Brasil, sendo consideradas as taxas médias do dia útil imediatamente anterior à data-base e à data do vencimento do título;

VII - pagamento de juros: todo dia quinze dos meses de abril e outubro, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber;

VIII - resgate do principal: nas mesmas condições observadas para o pagamento do "EIBond" que originou a operação de troca, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber.

§ 9º A NTN-A₁₀, a ser emitida para fins de substituição das NTN-L existentes junto ao Banco Central do Brasil, até o limite da obrigação decorrente do "MYDFA", terá as seguintes características:

I - prazo: até nove anos, observado o cronograma remanescente de vencimentos do MYDFA;

II - taxa de juros: "LIBOR" semestral, divulgada pelo Banco Central do Brasil, sendo considerada a taxa referente ao segundo dia útil anterior ao da repactuação, acrescida de "spread" de oito mil, cento e vinte e cinco décimos de milésimos por cento ao ano, calculada sobre o valor nominal atualizado, respeitado o limite de doze por cento ao ano;

III - forma de colocação: direta, em favor do interessado;

IV - modalidade: nominativa e inegociável;

V - valor nominal na data-base: múltiplo de R\$ 1.000,00 (mil reais);

VI - atualização do valor nominal: pela variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos da América no mercado de câmbio de taxas livres, divulgada pelo Banco Central do Brasil, sendo consideradas as taxas médias do dia útil imediatamente anterior à data-base e à data do vencimento do título;

VII - pagamento de juros: todo dia quinze dos meses de março e setembro, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber;

VIII - resgate do principal: nas mesmas condições observadas para o pagamento do MYDFA, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber.

Art.8º A NTN-B terá as seguintes características:

I - prazo: definido pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão do título;

II - taxa de juros: definida pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão, em porcentagem ao ano, calculada sobre o valor nominal atualizado;

III - modalidade: nominativa;

IV - valor nominal na data-base: múltiplo de R\$ 1.000,00 (mil reais);

V - atualização do valor nominal: pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo - IPCA do mês anterior, divulgado pela Fundação Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística - IBGE, desde a data-base do título;

VI - pagamento de juros: semestralmente, com ajuste do prazo no primeiro período de fluência, quando couber. O primeiro cupom de juros a ser pago contemplará a taxa integral definida para seis meses, independentemente da data de emissão do título;

VII - resgate do principal: em parcela única, na data do seu vencimento.

Art.9º A NTN-C terá as seguintes características:

I - prazo: definido pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão do título;

II - taxa de juros: definida pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão, em porcentagem ao ano, calculada sobre o valor nominal atualizado;

III - modalidade: nominativa;

IV - valor nominal na data-base: múltiplo de R\$ 1.000,00 (mil reais);

V - atualização do valor nominal: pela variação do Índice Geral de Preços - Mercado - IGP-M do mês anterior, divulgado pela Fundação Getúlio Vargas, desde a data-base do título;

VI - pagamento de juros: semestralmente, com ajuste do prazo no primeiro período de fluência, quando couber. O primeiro cupom de juros a ser pago contemplará a taxa integral definida para seis meses, independentemente da data de emissão do título;

VII - resgate do principal: em parcela única, na data do seu vencimento.

Art. 10. A NTN-D terá as seguintes características:

I - prazo: definido pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão do título;

II - taxa de juros: definida pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão, em porcentagem ao ano, calculada sobre o valor nominal atualizado;

III - modalidade: nominativa;

IV - valor nominal na data-base: múltiplo de R\$ 1.000,00 (mil reais);

V - atualização do valor nominal: pela variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos da América no mercado de câmbio de taxas livres, divulgada pelo Banco Central do Brasil, sendo consideradas as taxas médias do dia útil imediatamente anterior à data-base e à data do vencimento do título;

VI - pagamento de juros: semestralmente, com ajuste do prazo no primeiro período de fluência, quando couber. O primeiro cupom de juros a ser pago contemplará a taxa integral definida para seis meses, independentemente da data de emissão do título;

VII - resgate do principal: em parcela única, na data do seu vencimento.

Art. 11. A NTN-F terá as seguintes características:

I - prazo: definido pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão do título;

II - taxa de juros: definida pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão, em porcentagem ao ano, calculada sobre o valor nominal;

III - modalidade: nominativa;

IV - valor nominal: múltiplo de R\$ 1.000,00 (mil reais);

V - rendimento: definido pelo deságio sobre o valor nominal;

VI - pagamento de juros: semestralmente, com ajuste do prazo no primeiro período de fluência, quando couber. O primeiro cupom de juros a ser pago contemplará a taxa integral definida para seis meses, independentemente da data de emissão do título;

VII - resgate: pelo valor nominal, na data do seu vencimento.

Art. 12. A NTN-H terá as seguintes características:

I - prazo: definido pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão do título;

II - modalidade: nominativa;

III - valor nominal na data-base: múltiplo de R\$ 1.000,00 (mil reais);

IV - atualização do valor nominal: por índice calculado com base na Taxa Referencial - TR, divulgada pelo Banco Central do Brasil, desde a data-base até a data do vencimento do título;

V - resgate do principal: em parcela única, na data do seu vencimento.

Art. 13. A NTN-I, a ser utilizada exclusivamente na captação de recursos para o pagamento de equalização das taxas de juros dos financiamentos à exportação de bens e serviços nacionais amparados pelo Programa de Financiamento às Exportações - PROEX, de que trata a Lei nº 10.184, de 12 de fevereiro de 2001, quando previsto na Lei Orçamentária Anual, terá as seguintes características:

I - prazo: definido pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão do título;

II - taxa de juros: definida pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão, em porcentagem ao ano, calculada sobre o valor nominal;

III - modalidade: nominativa e inegociável, observado o disposto no § 1º deste artigo;

IV - valor nominal na data-base: múltiplo de R\$ 1,00 (um real);

V - atualização do valor nominal: pela variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos da América no mercado de câmbio de taxas livres, divulgada pelo Banco Central do Brasil, sendo consideradas as taxas médias do dia útil imediatamente anterior à data-base e à data do vencimento do título;

VI - resgate do principal e pagamento dos juros: até a data de vencimento da correspondente parcela de juros do financiamento à exportação.

§ 1º As NTN-I emitidas a partir de janeiro de 1998 serão negociáveis, mantidas suas demais características.

§ 2º A emissão da NTN-I será realizada após a comprovação pela instituição beneficiária da equalização ou por seu representante legal:

I - nas operações com recursos em moeda estrangeira: do embarque das mercadorias, bem como da liquidação dos contratos de câmbio relativos à totalidade do valor da exportação, na modalidade International Commercial Terms - INCOTERMS negociada;

II - nos financiamentos concedidos com recursos em moeda nacional: do embarque das mercadorias, do crédito em conta corrente bancária titulada pelo exportador dos valores em moeda nacional correspondentes ao montante negociado, bem como da liquidação dos contratos de câmbio de exportação relativos à parcela não financiada.

Art. 14. A NTN-M, a ser adquirida com os recursos decorrentes das capitalizações realizadas ao amparo do Contrato de Troca e Subscrição do Bônus de Dinheiro Novo e de Conversão de Dívida, datado de 29 de novembro de 1993, terá as seguintes características:

I - prazo: quinze anos;

II - taxa de juros: "LIBOR" semestral, divulgada pelo Banco Central do Brasil, sendo considerada a taxa referente ao segundo dia útil anterior ao da repactuação, acrescida de "spread" de oitocentos e setenta e cinco milésimos por cento ao ano, calculada sobre o valor nominal atualizado, até o limite de doze por cento ao ano;

III - forma de colocação: direta, em favor do interessado e mediante expressa autorização do Ministro de Estado da Fazenda, não podendo ser por valor inferior ao par, em quantidade equivalente ao necessário para atender à demanda decorrente do Contrato de Troca e Subscrição do Bônus de Dinheiro Novo e de Conversão da Dívida, datado de 29 de novembro de 1993;

IV - modalidade: nominativa e inegociável;

V - valor nominal na data-base: múltiplo de R\$ 1.000,00 (mil reais);

VI - atualização do valor nominal: pela variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos da América no mercado de câmbio de taxas livres, divulgada pelo Banco Central do Brasil, sendo consideradas as taxas médias do dia útil imediatamente anterior à data-base e à data do vencimento do título;

VII - pagamento de juros: semestralmente, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber;

VIII - resgate do principal: em dezessete parcelas semestrais e consecutivas, a partir do sétimo aniversário, a contar de 15 de abril de 1994, inclusive.

Parágrafo único. A NTN-M poderá ser utilizada, ao par, como meio de pagamento para aquisição de bens e direitos alienados no âmbito do Programa Nacional de Desestatização - PND, nos termos da Lei nº 9.491, de 9 de setembro de 1997.

Art. 15. A NTN-P, a ser emitida para atender ao disposto no inciso II do art. 1º da Lei nº 10.179, de 6 de fevereiro de 2001, terá as seguintes características:

I - prazo: mínimo de quinze anos, a contar da data da liquidação financeira da alienação ocorrida no âmbito do PND;

II - taxa de juros: seis por cento ao ano, calculada sobre o valor nominal atualizado;

III - modalidade: nominativa e inegociável, observado o disposto no § 2º deste artigo;

IV - valor nominal na data-base: múltiplo de R\$ 1,00 (um real);

V - atualização do valor nominal: por índice calculado com base na TR, divulgada pelo Banco Central do Brasil, desde a data-base até a data do vencimento do título;

VI - pagamento dos juros: na data do resgate do título;

VII - resgate do principal: em parcela única, na data do vencimento.

§ 1º Os recursos em moeda corrente provenientes da emissão da NTN-P serão utilizados para amortizar a dívida pública mobiliária federal de emissão do Tesouro Nacional e para custear programas e projetos na área da ciência e tecnologia, da saúde, da defesa nacional, da segurança pública e do meio ambiente, aprovados pelo Presidente da República.

§ 2º Os detentores das NTN-P poderão utilizá-las, ao par, mediante expressa anuência do credor, para:

I - pagamento de dívidas próprias vencidas ou vincendas para com a União ou com entidades integrantes da Administração Pública Federal;

II - pagamento de dívidas de terceiros vencidas ou vincendas para com a União ou com entidades integrantes da Administração Pública Federal, mediante expressa autorização do Ministro de Estado da Fazenda e dos Ministros de Estado sob cuja supervisão se encontrem as entidades envolvidas;

III - transferência, a qualquer título, para entidade integrante da Administração Pública Federal.

§ 3º Observados os privilégios legais, terão preferência, para efeito de pagamento, as dívidas vencidas com o Tesouro Nacional, ou aquelas decorrentes de avais honrados pela União.

§ 4º O disposto no § 2º não se aplica às dívidas de origem tributária para com a Fazenda Nacional.

§ 5º Nas operações a que se refere este artigo, a NTN-P será recebida ao par, valorizada "pro rata" dias úteis.

§ 6º É vedada a utilização das NTN-P como meio de pagamento para aquisição de bens e direitos alienados no âmbito do PND.

§ 7º Os conselhos de administração ou órgãos competentes das sociedades de economia mista, das empresas públicas e de outras entidades da Administração Federal, titulares de ações e bens alienados de acordo com o PND, adotarão as providências necessárias no sentido de que os recursos recebidos em moeda corrente, pela alienação daqueles bens, sejam aplicados na aquisição das NTN-P.

§ 8º Para efeito do disposto no parágrafo anterior, os recursos em moeda corrente recebidos pelos alienantes de ações, bens e direitos no âmbito do PND serão atualizados pela taxa de remuneração das aplicações realizadas, por intermédio do Banco Central do Brasil, pelas empresas abrangidas pelo Decreto-Lei nº 1.290, de 3 de dezembro de 1973, desde a data da liquidação financeira do respectivo leilão de privatização até a data da aquisição da NTN-P, na forma deste Decreto.

Art. 16. A NTN-R2, a ser utilizada para fins de aquisição por parte das entidades fechadas de previdência privada que tenham por patrocinadoras, exclusivas ou não, empresas públicas, sociedades de economia mista, federais ou estaduais, autarquias, inclusive as de natureza especial, e fundações instituídas pelo Poder Público, terá as seguintes características:

I - prazo: dez anos;

II - taxa de juros: doze por cento ao ano, calculada sobre o valor nominal atualizado;

III - modalidade: nominativa;

IV - valor nominal na data-base: múltiplo de R\$ 1.000,00 (mil reais);

V - atualização do valor nominal: pela variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos da América no mercado de câmbio de taxas livres, divulgada pelo Banco Central do Brasil, sendo consideradas as taxas médias do dia útil imediatamente anterior à data-base e à data do vencimento do título;

VI - pagamento de juros: mensalmente;

VII - resgate do principal: em dez parcelas anuais, iguais e sucessivas.

Parágrafo único. Fica facultada a aquisição de NTN-R2 por parte das demais entidades fechadas de previdência privada, bem assim pelas sociedades seguradoras, sociedades de capitalização e entidades abertas de previdência privada.

Art. 17. Fica criado o Certificado Financeiro do Tesouro - CFT, destinado a atender preferencialmente a operações com finalidades específicas definidas em lei, que poderá ser emitido em oito séries distintas, CFT Série A - CFT-A, CFT Série B - CFT-B, CFT Série C - CFT-C, CFT Série D - CFT-D, CFT Série E - CFT-E e CFT Série F - CFT-F, CFT Série G - CFT-G e CFT Série H - CFT-H, e terá as seguintes características:

I - forma de colocação: direta em favor de interessado específico;

II - modalidade: nominativa;

III - valor nominal na data-base: múltiplo de R\$ 1.000,00 (mil reais);

IV - prazo: definido pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão do certificado;

V - taxa de juros: definida pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão, em porcentagem ao ano, calculada sobre o valor nominal atualizado.

Art. 18. O CFT-A terá por característica específica a atualização mensal do valor nominal pela variação do Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna - IGP-DI do mês anterior, divulgado pela Fundação Getúlio Vargas, desde a data-base do certificado.

Art. 19. O CFT-B terá por característica específica a atualização mensal do valor nominal por índice calculado com base na TR, divulgada pelo Banco Central do Brasil, desde a data-base do certificado.

Parágrafo único. Os CFT-B emitidos como caução a que se refere o § 10 do art. 34 da Lei nº 6.368, de 21 de outubro de 1976, terão como valor nominal múltiplo de R\$ 1,00 (um real).

Art. 20. O CFT-C terá por característica específica o rendimento definido pela taxa média ajustada dos financiamentos diários apurados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC), divulgada pelo Banco Central do Brasil, desde a data-base do certificado.

Art. 21. O CFT-D terá por característica específica a atualização do valor nominal pela variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos da América no mercado de câmbio de taxas livres, divulgada pelo Banco Central do Brasil, sendo consideradas as taxas médias do último dia imediatamente anterior à data-base e à data do vencimento do certificado.

Art. 22. O CFT-E terá por característica específica a atualização mensal do valor nominal pela variação do IGP-M do mês anterior, divulgado pela Fundação Getúlio Vargas, desde a data-base do certificado.

Parágrafo único. Os CFT-E emitidos em função do art. 7º da Medida Provisória nº 2.094-28, de 13 de junho de 2001, terão como valor nominal múltiplo de R\$ 1,00 (um real).

Art. 23. O CFT-F terá por característica específica o rendimento definido pelo deságio sobre o valor nominal.

Art. 24. O CFT-G terá por característica específica a atualização do valor nominal pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo - IPCA, divulgado pela Fundação Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística - IBGE, desde a data-base do certificado.

Art. 25. O CFT-H terá por característica específica a atualização do valor nominal pela variação da Taxa de Juros de Longo Prazo - TJLP, divulgada pelo Banco Central do Brasil, desde a data-base do certificado.

Art. 26. Os CFT poderão ser emitidos em cinco sub-séries distintas: CFT Sub-série 1 - CFT-1, CFT Sub-série 2 - CFT-2, CFT Sub-série 3 - CFT-3, CFT Sub-série 4 - CFT-4 e CFT Sub-série 5 - CFT-5.

§ 1º O CFT-1 terá as seguintes características gerais:

I - pagamento de juros: na data de resgate do certificado;

II - pagamento de principal: em parcela única, na data do seu vencimento.

§ 2º O CFT-2 terá as seguintes características gerais:

I - pagamento de juros: anualmente, com ajuste do prazo no primeiro período de fluência, quando couber. O primeiro cupom de juros, a ser pago após um período a ser definido pelo Ministro de Estado da Fazenda, contemplará a taxa integral definida para doze meses, independentemente da data de emissão do título;

II - pagamento de principal: em parcela única, na data do seu vencimento.

§ 3º O CFT-3 terá as seguintes características gerais:

I - pagamento de juros: semestralmente, com ajuste do prazo no primeiro período de fluência, quando couber. O primeiro cupom de juros, a ser pago após um período a ser definido pelo Ministro de Estado da Fazenda, contemplará a taxa integral definida para seis meses, independentemente da data de emissão do título;

II - pagamento de principal: em parcela única, na data do seu vencimento.

§ 4º O CFT-4 terá as seguintes características gerais:

I - pagamento de juros: mensalmente, com ajuste do prazo no primeiro período de fluência, quando couber. O primeiro cupom de juros, a ser pago após um período a ser definido pelo Ministro de Estado da Fazenda, contemplará a taxa integral definida para um mês, independentemente da data de emissão do título;

II - pagamento de principal: em parcela única, na data do seu vencimento.

§ 5º O CFT-5 terá as seguintes características gerais:

I - pagamento de juros: periodicamente, nas datas de aniversário do certificado, juntamente com os pagamentos de principal, a partir do primeiro pagamento;

II - pagamento de principal: periodicamente, nas datas de aniversário do certificado, conforme sistema francês de amortização - "Tabela Price".

Art. 27. Fica criado o Certificado do Tesouro Nacional - CTN, destinado a prover recursos necessários à cobertura de déficits orçamentários, observados os limites fixados pelo Poder Legislativo.

§ 1º O CTN poderá ser colocado ao par, com ágio ou deságio, em favor de interessado específico, o qual deverá utilizá-lo para fins de garantia em operações de crédito de que trata a Resolução nº 2.471, de 26 de fevereiro de 1998, do Conselho Monetário Nacional.

§ 2º O valor de face dos títulos a serem adquiridos pelos devedores deve corresponder ao saldo devedor da operação de crédito.

§ 3º Para emissão do título mencionado no **caput**, serão observadas as seguintes condições:

I - limite de emissão: definido pela Secretaria do Tesouro Nacional, observando-se que:

a) as emissões anuais de títulos pelo Tesouro Nacional não poderão ultrapassar o montante correspondente às amortizações de principal dos créditos securitizados indexados a índices gerais de preços, deduzidas do volume

de novas securitizações efetuadas no mesmo exercício, mediante o registro de créditos escriturais indexados aos citados índices;

b) para fins de cálculo das emissões permitidas na forma da alínea anterior, não serão computadas as securitizações efetuadas a partir de 1998, e suas respectivas amortizações, realizadas ao amparo das Leis nº 9.364, de 16 de dezembro de 1996, e nº 9.496, de 1997, e das Medidas Provisórias nº 2.192-68, de 2001, e nº 2.162-70, de 28 de junho de 2001;

II - data de emissão: dia primeiro de cada mês;

III - prazo: vinte anos;

IV - forma de colocação: direta;

V - valor nominal : R\$ 1.000,00 (mil reais);

VI - preço unitário: calculado à taxa de desconto de doze por cento ao ano sobre o valor nominal atualizado;

VII - atualização: com base na variação do IGP-M, divulgado pela Fundação Getúlio Vargas, ou outro índice que venha a substituí-lo;

VIII - opção de recompra pelo emissor: com base no preço unitário, devidamente atualizado até a data da recompra, que poderá ser exercida a partir da liberação da garantia;

IX - modalidade: negociável, observando-se que:

a) os títulos serão cedidos à instituição financeira credora da operação de renegociação da dívida, em garantia do principal, com cláusula resolutiva, os quais deverão permanecer bloqueados enquanto constituírem garantia e não houver manifestação do Tesouro Nacional acerca do exercício da opção de recompra;

b) no caso de transferência dos títulos à instituição financeira, em decorrência de execução da garantia, os títulos passarão a ser considerados inegociáveis, mediante substituição do referido ativo pela Secretaria do Tesouro Nacional, especificando esta nova característica;

X - resgate: em parcela única, na data de vencimento do título.

§ 4º No caso de resgate antecipado da dívida, o mutuário, por intermédio da instituição financeira custodiante, deverá solicitar à Secretaria do Tesouro Nacional manifestação acerca do interesse de recompra do CTN. Na hipótese de a recompra não se efetivar pela Secretaria do Tesouro Nacional, o título passa a ser negociável em mercado no prazo de até quinze dias úteis após o recebimento da solicitação de manifestação de recompra especificada no **caput** deste artigo.

Art. 28. Os Certificados da Dívida Pública Mobiliária Federal - Instituto Nacional do Seguro Social - CDP/INSS, a serem emitidos com a finalidade exclusiva de amortização ou quitação de dívidas previdenciárias, nos termos da Lei nº 9.711, de 20 de novembro de 1998, terão as seguintes características:

I - prazo: definido pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão do título;

II - taxa de juros: definida pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão, em porcentagem ao ano, calculada sobre o valor nominal atualizado;

III - modalidade: nominativa e negociável;

IV - valor nominal: múltiplo de R\$ 1.000,00 (mil reais);

V - atualização do valor nominal: mensalmente, por índice calculado com base na TR, divulgada pelo Banco Central do Brasil, desde a data da emissão do título;

VI - resgate do principal e pagamento dos juros: em parcela única, na data do resgate do título.

Parágrafo único. Os CDP serão emitidos, adotando-se uma das seguintes formas, a ser definida pelo Ministro de Estado da Fazenda:

I - oferta pública, com a realização de leilões, podendo ser ao par, com ágio ou deságio;

II - direta, em favor do Instituto Nacional do Seguro Social, nos termos do § 3º do art. 3º da Lei nº 9.711, de 1998.

Art. 29. Os títulos a que se refere este Decreto poderão ser emitidos com data-base que servirá como data de referência para atualização do valor nominal dos referidos títulos.

Art. 30. O Ministro de Estado da Fazenda fica autorizado a:

I - disciplinar as formas de operacionalização para emissão e resgate dos títulos da dívida pública de responsabilidade do Tesouro Nacional e de registro em sistema centralizado de liquidação e custódia;

II - celebrar convênios, ajustes ou contratos para emissão, colocação e resgate dos títulos referidos neste Decreto.

Art. 31. O Ministro de Estado da Fazenda baixará os demais atos necessários para o fiel cumprimento deste Decreto.

Art. 32. Este Decreto entra em vigor na data de sua publicação.

Art. 33. Ficam revogados os Decretos nº 2.941, de 18 de janeiro de 1999, e 3.540, de 11 de julho de 2000.

Brasília, 4 de julho de 2001; 180º da Independência e 113º da República.

FERNANDO HENRIQUE CARDOSO

Pedro Malan

ANEXO 2 – CARACTERÍSTICAS DOS PRINCIPAIS TÍTULOS FEDERAIS DE DÍVIDA PÚBLICA DOMÉSTICA NO BRASIL

Características dos papéis	(ORTN)	(LTN)	(OTN)	(LBC)	(LFT)	(BTN)	(BBC)	(NTN)	(NBC)
Base Legal	Art. 1º da Lei nº 4357/64 e Decreto n. 54252/64.	Lei nº 4595/64, Decreto-Lei n. 1079/70 e Res. nº 564/79 e Decreto nº 3859/01	Art. 1º da Lei n. 4357/64, Decreto n. 54252/64 e Decreto-Lei n. 2284/86 Art. 6º.	Lei nº 4595/64 e Res. do CMN n. 1124/86.	Decreto-Lei nº 2376/87 e Decreto nº 3859/01	Art. 5º da Lei n. 7777/89.	Lei nº 4595/64 e Res. Do CMN nº 1780/90	Lei nº 8177 e 8249/91 e Decreto nº 3859/01	Res. nº 1841/91 Lei nº 8646/93 Res. nº 2673/99 Circ. nº 2960/00
Função	Título criado com objetivo de financiar as despesas do TN.	Título emitido pelo TN p/ cobertura de déficit e p/ fins monetários.	Título criado para financiar despesas do TN, com cláusula de opção pela correção monetária.	Título emitido pelo BCB, com o objetivo de servir como instrumento de política monetária.	Título criado para cobertura do déficit ou para antecipação da receita orçamentária.	Título criado para cobertura do déficit ou para antecipação da receita orçamentária.	Título emitido pelo BCB com o objetivo de servir como instrumento de política monetária.	Título criado para cobertura de déficit ou para antecipação da receita orçamentária.	Título emitido para fins de execução de política monetária
Forma de Colocação	Leilões mensais do BCB, com acesso exclusivo para entidades financeiras.	Ofertas públicas através de leilões do BCB, divulgados através de portaria da Sec. do TN.	Ofertas públicas da Sec. do TN, c/ acesso exclusivo para entidades financeiras.	Ofertas públicas cujas condições são divulgadas através de editais do BCB.	Ofertas públicas feitas pelo TN c/ acesso exclusivo p/ entidades integrantes do SELIC.	Ofertas públicas da Sec. do TN com acesso exclusivo p/ entidades financeiras.	Oferta pública através de leilões do BCB.	Oferta pública, com realização de leilões.	Oferta pública através de leilões do BCB.
Prazo	Mín. de 1 ano e máx. de 20 anos (inicialmente de 3 a 20 anos).	Mín. de 28 dias (lançada com prazo mín. de 35 dias).	Mín. de 1 ano e máx. de 20 anos	Máx. de 1 ano.	Determinado em comunicados da Sec. do TN.	De até 25 anos.	Mínimo de 28 dias	Definido pelo Ministério da Fazenda	Mínimo de 1 mês
Taxa de Juros e atualização do valor	Juros pagos semestralmente mais correção monetária mensal inicialmente trimestral	Sob a forma de desconto: diferença entre preço de colocação pelo BCB e valor nominal de resgate.	Juros de 6% a.a. pagos semestralmente mais correção monetária mensal (variação do IPC).	Definida pela taxa média ajustada dos financiamentos apurados no SELIC para títulos federais.	Definida pela taxa média ajustada dos financiamentos apurados no SELIC para títulos federais.	Juros semestrais máx. de 12% a.a. calculados sobre o valor nominal reajustado.	Sob a forma de desconto: diferença entre preço de colocação pelo BCB e valor nominal de resgate.	Juros definidos pelo Min. da Fazenda atualizado em função da série (IPCA, IGPM, TR, variação cambial)	Juros definidos pelo BCB atualizado em função da série do papel (TR ou variação cambial)

Fonte: ANDIMA (1994), Paula (1997), Fernandes (1999) e Decreto nº 3859/2001. Elaborado e atualizado pelo autor.

ANEXO 3 - PERFIL DA DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA DOMÉSTICA NORTE-AMERICANA

Ano	Prazo Médio (meses)	Estoque prefixado	Estoque pós-fixado (inflação)
1967	61	100%	-
1968	53	100%	-
1969	50	100%	-
1970	44	100%	-
1971	42	100%	-
1972	39	100%	-
1973	37	100%	-
1974	35	100%	-
1975	32	100%	-
1976	31	100%	-
1977	35	100%	-
1978	39	100%	-
1979	43	100%	-
1980	45	100%	-
1981	48	100%	-
1982	47	100%	-
1983	49	100%	-
1984	54	100%	-
1985	59	100%	-
1986	63	100%	-
1987	69	100%	-
1988	69	100%	-
1989	72	100%	-
1990	73	100%	-
1991	72	100%	-
1992	71	100%	-
1993	70	100%	-
1994	68	100%	-
1995	64	100%	-
1996	63	100%	-
1997	65	99,29%	0,71%
1998	70	98,23%	1,77%
1999	72	97,14%	2,86%
2000	74	96,16%	3,84%
2001	73	95,40%	4,60%
2002	66	95,57%	4,43%
2003	61	95,20%	4,80%
2004	59	94,20%	5,80%
2005	58	92,48%	7,52%
2006	57	90,50%	9,50%

Fonte: Séries temporais do Economic Report of the President of 2006.