

**Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
PUC-SP**

Davi Chicoski

**A indexação da dívida pública à taxa Selic: origem e a
persistência após o Plano Real**

Mestrado em Economia Política

SÃO PAULO

2017

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
PUC-SP

Davi Chicoski

**A indexação da dívida pública à taxa Selic: origem e a
persistência após o Plano Real**

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Economia Política, sob a orientação do Prof. Dr. Antonio Corrêa de Lacerda.

SÃO PAULO

2017

Banca Examinadora

AGRADECIMENTOS

Ao Professor Antonio Corrêa de Lacerda, meus agradecimentos pela orientação e pelo apoio na realização deste trabalho.

A todos os Professores do Programa de Pós-Graduação em Economia Política da PUC-SP, ao Corpo Técnico-Administrativo e aos Colegas mestrandos que me incentivaram durante esta caminhada.

RESUMO

Esta dissertação analisa o fenômeno da indexação da dívida pública brasileira à taxa média Selic, partindo de uma perspectiva teórica eminentemente pós-keynesiana, em que expõe conceitos como moeda, juros e dívida pública. Prossegue com a abordagem histórica do contexto global em que o Brasil se insere, relatando como ocorreu o surgimento e a intensificação da indexação dos ativos financeiros, que culminou no surgimento da quase-moeda, de indexação diária à Selic. Destaca que a indexação financeira não implica renúncia à liquidez, tampouco a assunção de outros riscos consideráveis pelo credor, em especial risco de mercado. Discute a indexação financeira da dívida pública a juros elevados enquanto mecanismo que interfere no investimento e na produção por prestigiar aplicações financeiras de curto prazo e operações de *carry trade*. Analisa os impactos dessa indexação sobre a trajetória da dívida pública, a política monetária e a distribuição da renda. Aponta que a discussão não se resume a aspectos técnicos e neutros, mas exterioriza um embate político pela renda nacional, em que os mecanismos de indexação financeira privilegiam setores financeiros e rentistas.

Palavras-chave: indexação; dívida pública; Selic; juros.

ABSTRACT

This dissertation analyzes the phenomenon of the Brazilian public debt indexation at the average Selic ("*Special System for Settlement and Custody*") rate starting from a remarkably post-Keynesian theoretical perspective, in which concepts such as money, interest and public debt are developed. It continues with the historical approach of the global context in which Brazil is inserted and, thereby, it reports how the indexation of financial assets appeared and boosted, which ended with the near-money, the daily indexation at Selic. It stresses that the financial indexation neither implies parting with liquidity nor other considerable risks, especially the market risk. It discusses the financial indexation of the public debt at high interest, while a mechanism interfering in investment and production, because it confers prestige to short-term financial investments and carry trade operations. It analyzes this indexation impacts on the public debt trajectory, the monetary policy and the income distribution. It points out that the discussion does not consist in technical and neutral aspects, but reveals a political conflict over the national income, in which the financial indexation mechanisms privilege financial and rentiers sectors.

Key-words: indexation; public debt; Selic; interest rate.

LISTA DE FIGURAS E GRÁFICOS

Gráfico 1 – Reservas Internacionais (US\$) X Operações compromissadas (R\$).....	61
Gráfico 2 – Evolução percentual dos títulos federais indexados à Selic over – 1991 a 2005.....	95
Figura 1 – Fluxo de caixa da Letra Financeira do Tesouro (LFT)	99
Gráfico 3 – Evolução percentual da composição da dívida pública mobiliária explicitando operações de mercado aberto realizadas pelo BCB	106
Gráfico 4 – Evolução da composição da dívida pública mobiliária – títulos do Tesouro indexados à Selic e operações de mercado aberto	107
Gráfico 5 – Retorno sobre o capital próprio (ROE) das Cias. Abertas (com Petrobrás, Eletrobrás e Vale) e da Selic média no ano	121
Gráfico 6 – Evolução da taxa-meta Selic	131
Gráfico 7 – Despesas com juros – fluxo acumulado em 12 meses (em % do PIB)	131
Gráfico 8 – Variação real da arrecadação tributária e variação real do PIB	133

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Agregados monetários	32
Quadro 2 – “Lei” da Usura.....	53
Quadro 3 – Decreto nº 23.501 de 1933	54
Quadro 4 – Paridade de juros	126
Quadro 5 – Alíquotas regressivas de imposto de renda – residentes	147
Quadro 6 – Alíquotas de incidência de IOF regressivo	147

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Composição da DMPFI em poder do público	88
Tabela 2 – Reservas internacionais, DLSP, carga tributária, saldo de transações correntes e taxa real de juro	97
Tabela 3 – Despesa com juros (NFSP – juros nominais)	132
Tabela 4 – Dívida bruta do Governo Geral – participação percentual por indexador.	146

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

BCB – Banco Central do Brasil

BTN – Bônus do Tesouro Nacional

CDI – Certificado de Depósito Interfinanceiro

CEMEC – Centro de Estudos de Mercado de Capitais

CEPAL – Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe

COPOM – Comitê de Política Monetária

DBGG – Dívida Bruta do Governo Geral

DPMFi – Dívida Pública Mobiliária Federal Interna

DI – Depósito Interfinanceiro

DLSP – Dívida Líquida do Setor Público

FED – *Federal Reserve System*

FGV – Fundação Getúlio Vargas

FIPE – Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

IGP-M – Índice Geral de Preços do Mercado

INPC – Índice Nacional de Preços ao Consumidor

IOF – Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguro, ou relativas a títulos ou valores mobiliários

IPC – Índice de Preços ao Consumidor

IPCA – Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo

IPEA – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

LBC – Letra do Banco Central

LFT – Letra Financeira do Tesouro

LTN – Letra do Tesouro Nacional

LRF – Lei de Responsabilidade Fiscal

MP – Medida Provisória

NFSP – Necessidade de Financiamento do Setor Público

NTN-B – Nota do Tesouro Nacional série B

ONU – Organização das Nações Unidas

ORTN – Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional

OTN – Obrigação do Tesouro Nacional
PAEG – Programa de Ação Econômica do Governo
PAF – Plano Anual de Financiamento
PIB – Produto Interno Bruto
PND – Plano Nacional de Desenvolvimento
RFB – Receita Federal do Brasil
RMI – Regime de Metas de Inflação
SELIC – Sistema Especial de Liquidação e Custódia
STN – Secretaria do Tesouro Nacional
SUMOC – Superintendência da Moeda e do Crédito
TJLP – Taxa de Juros de Longo Prazo
TMS – Taxa Média Selic
TR – Taxa Referencial
UFIR – Unidade Fiscal de Referência
URV – Unidade Real de Valor

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	11
I – MOEDA, JUROS E DÍVIDA	16
1.1 Premissas teóricas keynesianas e a moeda endógena	17
1.2 Preferência pela liquidez: os graus de liquidez	29
1.2.1 Esclarecimentos quanto à terminologia atual na economia monetária brasileira	32
1.3 Alguns apontamentos acerca da taxa de juros	34
1.4 Considerações quanto à dívida pública	39
1.4.1 Mercado de reservas bancárias	42
1.4.2 Indexação financeira	45
1.4.3 O Estado como ambiente de disputa política pela renda e a dívida pública	47
II – O CONTEXTO GLOBAL EM QUE O BRASIL SE INSERE	50
2.1 Um breve panorama das finanças mundiais no Século XX: o ressurgimento dos fluxos livres de capitais	51
2.2 Abertura Econômica no Brasil: globalização no final do Século XX	58
III – A DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA: SURGIMENTO DA CORREÇÃO MONETÁRIA E PROPAGAÇÃO DE UMA ECONOMIA INDEXADA	64
3.1 O PAEG e as ORTNs	64
3.2 Indexação e crise inflacionária	72
3.3 Mercado monetário e quase-moeda na economia brasileira	76
3.4 A ciranda financeira.....	89
3.5 A manutenção da indexação financeira após a estabilização de preços: os anos 1990, o Plano Collor e o Plano Real.....	93
3.6 A definição técnica de indexação financeira	98

IV – OS IMPACTOS DA INDEXAÇÃO FINANCEIRA DA DÍVIDA PÚBLICA SOBRE A ECONOMIA	108
4.1 A Financeirização dos mercados: os ativos indexados aos juros do <i>overnight</i> como referência.....	108
4.2 Dificuldades ao capital não financeiro	116
4.3 Breves considerações quanto à indexação e a questão cambial.....	123
4.4 Problemas de ordem fiscal: dívida pública pró-cíclica	127
4.5 Impactos sobre a política monetária.....	135
4.6 Disputa pela renda: o componente político da indexação financeira	140
4.7 Considerações quanto às medidas para reduzir e superar a indexação financeira	144
4.7.1 O que já foi feito	145
4.7.2 Propostas e indagações	149
CONCLUSÃO	155
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	161

INTRODUÇÃO

Este trabalho tem por objetivo analisar a indexação da dívida pública brasileira à taxa praticada em mercado aberto (taxa Selic diária). Com efeito, além de a taxa praticada em mercado aberto promover indiretamente a alteração no custo da dívida pública, pois se configura como a taxa básica de juros, que referencia a formação das demais taxas de empréstimos, o caso brasileiro apresenta a peculiaridade de que parcela considerável da dívida pública é vinculada diretamente a essa taxa. Se tomarmos em conta a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), é possível observar que mais de 40% do seu estoque consiste em dívida indexada à Selic.

Para desenvolver o tema, este trabalho se baseia no conceito de indexação financeira que, no Brasil, consiste no surgimento e na manutenção de um sistema de oferta de ativos financeiros atrelados à taxa de juros de curtíssimo prazo (taxa média Selic *over* ou diária) que permite aos aplicadores uma considerável taxa de retorno acima da inflação, além de liquidez imediata e baixíssima assunção de riscos. Mais especificamente, é a indexação da dívida pública brasileira a mesma taxa de juros, em especial por meio das LFTs (Letras Financeiras do Tesouro) e de operações compromissadas, conforme dados divulgados pelo Banco Central.

A expressão indexação financeira define o fenômeno de indexar os títulos públicos à taxa de juros de curtíssimo prazo de nossa economia (taxa Selic *over* ou diária) – cuja fixação da meta, atualmente, sob o regime de metas para a inflação, compete à autoridade monetária (Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil – COPOM/BCB) – uma vez que enfatiza o aspecto monetário e financeiro da operação, ao invés do investimento e do financiamento de longo prazos.

Trata-se de elemento estrutural do ambiente econômico-financeiro brasileiro que persiste mesmo após o advento do Plano Real e que explica, em parte, as peculiaridades do processo de estabilização dos preços que se verificou na nossa economia nos anos 1990. De um lado, a indexação financeira a taxas elevadas foi o instrumento encontrado para evitar a completa dolarização no contexto da inflação elevada dos anos 1980. Por outro lado, impõe ao Estado e à sociedade, sobretudo a partir da estabilização de preços, o custo da manutenção de um sistema de dívida pública perverso que, sob o medo das previsões de altas inflacionárias, os mantém reféns de juros elevados de curto prazo.

Ainda que, como fator preponderante da origem dessa indexação, estivesse a necessidade de financiamento do Estado num ambiente de risco de crédito, a continuidade desse modelo até os dias de hoje é motivo de diversas preocupações, dentre as quais é possível citar o entrave ao financiamento de longo prazo, o privilégio ao capital meramente especulativo, não desenvolvimento de um mercado de capitais mais robusto, problemas de ordem fiscal e dificuldades na condução da política monetária. Dentre os transtornos da indexação financeira, a questão da distribuição da renda entre os setores da sociedade não deve, de modo algum, ser esquecida.

Assim, o objeto central desse trabalho é a indexação financeira no Brasil. O tema consiste em analisar os efeitos dessa indexação sobre a dívida pública, com as consequências daí decorrentes sobre o sistema econômico brasileiro. O desenvolvimento do estudo visa ao aprofundamento do tema da indexação sob o ponto de vista de ativos financeiros, em especial os títulos de dívida pública, mas sem perder de vista, ainda que subsidiariamente e para fins comparativos, outros ativos indexados. Esse trabalho abordará criticamente questões referentes à indexação da economia de modo geral; entretanto a indexação generalizada da economia nacional não constitui o cerne deste estudo, em razão de exigências de delimitação do tema.

O problema central diz respeito aos fatores e às consequências da indexação financeira da dívida pública. Dentre os fatores, é importante problematizar aspectos históricos e estruturais da economia brasileira, que levaram à formação do sistema financeiro indexado à Selic. Em relação às consequências, problematizam-se questões persistentes na economia brasileira atual, tais como o entrave ao desenvolvimento, o privilégio ao capital meramente especulativo e à arbitragem, bem como seus impactos na política macroeconômica.

A hipótese é a de que conflitos no âmbito político, em que diferentes atores sociais disputam a renda gerada na economia, com preponderância dos interesses do setor financeiro e rentista, contribuem para a manutenção de um sistema de indexação financeira no Brasil. A indexação surgiu e se sedimentou como um vício dos agentes econômicos brasileiros que continuamente buscam indexar seus contratos como forma de proteção de suas rendas, com preponderância para os interesses dos setores politicamente mais fortes. Com efeito, para além da visão *maistream*, que, apesar de suas ricas contribuições, limita-se a ressaltar aspectos relacionados à inflação de demanda, com o argumento de que os juros da economia se definem, primordialmente, de forma natural ou neutra – por meio de

um equilíbrio de mercado –, a perspectiva crítica a esse viés reducionista do problema também encontra respaldo no pensamento econômico, como na literatura heterodoxa pós-keynesiana.

A inflação não é, em si, o objeto da pesquisa, mas esta abordagem crítica revela que, se o enfrentamento do processo inflacionário do país não se resume a um conjunto de mecanismos técnicos e neutros que devem ser preservados por meio do livre equilíbrio de mercado, então existem outros fatores, que não a mera natureza desse mercado, que determinam tanto o patamar dos juros como seu critério de remuneração por meio da emissão de ativos protegidos, indexados, em especial as obrigações financeiras do poder público. Em outras palavras, a manutenção de juros reais elevados, indexados à taxa Selic, como critério de remuneração dos credores da dívida pública, não decorre apenas de um equilíbrio neutro de mercado, mas de aspectos políticos que interferem no quadro econômico brasileiro.

A manutenção desses fatores que significam também a manutenção da própria indexação financeira impede, de um lado, uma política econômica mais efetiva, em superação consistente da lógica atrelada apenas ao discurso do risco inflacionário; de outro, trava os investimentos produtivos, com impactos na arrecadação, na trajetória da dívida pública e nas demais condições macroeconômicas.

Esta dissertação parte de uma abordagem teórica, na qual são expostos conceitos de macroeconomia, principalmente sob uma perspectiva keynesiana que enfatiza o crédito, os juros e a preferência pela liquidez, mas sem deixar de trazer anotações sobre autores de outras escolas que contribuem para a reflexão do problema. Também serão revistos aspectos históricos da economia brasileira, como elementos do Programa de Ação Econômica do Governo (PAEG – 1964) e, principalmente, do processo de abertura e financeirização da economia brasileira nos anos 1990, em que ficou explícita a indexação financeira mesmo após a estabilização de preços.

Constam elementos empíricos ou quantitativos retirados, em sua maioria, de dados do Banco Central do Brasil (BCB), cujas informações se concentram principalmente: (i) na década de 1990, em que se confirmou a persistência da indexação financeira da dívida pública mesmo após o controle da inflação; (ii) no período 2010-2016, em que a desaceleração e retração econômicas evidenciam novamente a significativa parcela de dívida pública indexada à taxa Selic, quer por meio das LFTs, quer por meio de operações de mercado aberto do Banco Central (operações compromissadas).

No capítulo 1, consta uma exposição teórica macroeconômica dos fundamentos da moeda, dos juros e do crédito nas economias capitalistas. O estudo se apoia nas contribuições de economistas pós-keynesianos que enfatizam o conceito de preferência pela liquidez e o comportamento preponderantemente endógeno de criação monetária como elemento crucial à compreensão da dinâmica econômica. Nesse passo, resgata-se brevemente a perspectiva keynesiana e aspectos da importância do crédito nas economias monetárias capitalistas, base sobre a qual se edifica um mercado de títulos financeiros, com destaque para os títulos públicos que financiam o Estado. Reforça-se a análise, ainda que secundariamente, com o pensamento de autores que não partem da visão de Keynes, em especial Schumpeter, além de alguns autores marxistas. A análise da preferência pela liquidez e dos juros como recompensa pela renúncia a essa liquidez – e não como mera recompensa pela abstinência em consumir – são elementos centrais na análise, que permitem, desde um ponto de vista teórico, compreender a singularidade de ativos, tais como os existentes no Brasil, que garantem, ao mesmo tempo, remuneração real e liquidez imediata e sem riscos.

O capítulo 2 objetiva contextualizar a economia brasileira com as profundas alterações ocorridas na economia mundial, em especial após a derrocada do sistema original de *Bretton Woods* e o surgimento da financeirização em escala global. A abordagem é no sentido de que a persistência da indexação financeira, notadamente após a estabilização dos preços, é uma resposta peculiar brasileira, porém decorrente de desafios econômicos globais que impactaram todos os países, em especial os países em desenvolvimento. São trazidos temas como a abertura da conta de capitais e o acúmulo de reservas, relacionando-os à nossa estrutura de dívida pública elevada e com mecanismos de indexação que permitem aos agentes a rápida mudança de posição sem preocupações com riscos, em especial riscos de mercado, o que acelera processos de crise com fuga de capitais.

No capítulo 3, o estudo se volta para os aspectos históricos da economia brasileira, com o intuito de lembrar a criação do sistema de correção monetária – com o PAEG –, cuja premissa foi, dentre outras, garantir a correção dos títulos públicos (ORTNs), a fim de permitir o desenvolvimento do financiamento do Estado. A intenção é esclarecer que o surgimento e a ampliação dos mecanismos de correção monetária e, portanto, de indexação da economia, provocaram uma espécie de vício dos agentes econômicos em ativos financeiros de curto prazo, sob o medo do risco inflacionário caso

simplesmente optassem por papéis pré-fixados de longo prazo. O transbordamento desse comportamento convencional gerou a indexação financeira e, mais do que isso, sua manutenção mesmo após a estabilização de preços, em 1994. Com base nessa abordagem histórica, são, afinal, colocados os elementos técnicos da dívida pública indexada à Selic, em que os credores não assumem riscos significativos de liquidez, de crédito nem de mercado.

No capítulo 4, trabalha-se justamente o problema da persistência da indexação financeira já sob a égide da abertura econômica e da financeirização no cenário atual, em que a taxa Selic continua a indexar parcela significativa da dívida pública mesmo após o controle inflacionário. O estudo ingressa na questão da indexação sob o contexto da financeirização da economia brasileira contemporânea e do comportamento microeconômico convencional dos agentes em mercado. Busca-se apontar como atuam os agentes no ambiente financeirizado de mercado e como juros elevados e instáveis, tal como os praticados no Brasil, impactam esse processo, travando a decisão por novos investimentos produtivos. Finalmente, no mesmo capítulo, são problematizados os elementos de política macroeconômica decorrentes da indexação financeira da dívida pública, em especial seu comportamento pró-cíclico, os problemas quanto à política monetária e a questão da distribuição da renda nacional. Ao final do capítulo, são apresentadas propostas e indagações pertinentes às políticas para superação da indexação financeira no Brasil.

Por fim, constam a Conclusão, em que se procura responder às perguntas de pesquisa e, em seguida, as Referências Bibliográficas.

CAPÍTULO I – MOEDA, JUROS E DÍVIDA

O presente capítulo analisa elementos da moeda, como ingrediente preponderantemente endógeno da economia, bem como aborda aspectos dos juros em nossas economias monetárias. A abordagem segue basicamente o pensamento pós-keynesiano, com o propósito de melhor compreender o funcionamento econômico, sobretudo o atual, marcado por uma significativa financeirização da economia. Tal abordagem permitirá compreender melhor, por meio de uma perspectiva teórica, porque o fenômeno da indexação financeira, além de ter se configurado como uma forma peculiar de endogeneização da moeda, foge aos parâmetros de uma economia em que os juros são a recompensa pela renúncia à liquidez e a assunção de certo grau de risco que contribua para o financiamento da produção, e não a recompensa pela mera abstinência em consumir, alheia aos riscos de mercado e de liquidez.

Na seção 1.1, aspectos teóricos referentes ao arcabouço keynesiano e à moeda endógena são introduzidos à discussão como elementos essenciais à compreensão das relações econômico-financeiras que se travam nas sociedades contemporâneas. Nessa linha de análise, os bancos são encarados como agentes extremamente relevantes na dinâmica econômica, haja vista não se reduzirem a meros intermediários financeiros, mas desempenharem papel ativo na concessão de crédito e na criação da assim chamada moeda escritural. O conceito de preferência pela liquidez é trabalhado na seção 1.2, com o intuito de destacar que sua compreensão se torna mais fácil e mais enriquecedora quando se reconhece que temos diversos graus de liquidez e não meramente uma decisão binária de ficar ou não ficar líquido. Na seção 1.3, são traçadas breves considerações acerca dos juros, diferenciando a remuneração de ativos monetários da remuneração de outros ativos, e destacando a peculiaridade dos juros monetários, resistentes à queda e base de referência das relações econômicas. Por fim, na seção 1.4, são tecidas considerações sobre a obtenção de crédito pelo Estado e sobre o papel da dívida pública no sistema econômico.

Com tais premissas teóricas, a abordagem da indexação financeira existente no Brasil torna-se mais clara, sobretudo como um fenômeno que se afasta do papel mais coerente que os juros deveriam exercer na economia, premiando quem renúncia à liquidez e assume riscos em maior grau. No Brasil, com a indexação financeira ao *overnight*, não se forma uma adequada curva a termo da taxa de juros e não se estimula o investimento de

longo prazo (cf.: BARBOSA, 2006, p. 231-232; OLIVEIRA, 2010, p. 18; NAKANO, 2012). Além disso, provoca-se uma situação de privilégio aos setores financeiros e rentistas, em detrimento dos setores produtivos (empreendedores e trabalhadores).

1.1 Premissas teóricas keynesianas e a moeda endógena

Para analisar o sistema econômico contemporâneo, em que prevalecem relações creditórias referenciadas na moeda, é interessante, como contraponto, partir de uma noção oposta, cujas raízes se encontram na chamada lei de Say, “segundo a qual toda a produção criava uma demanda necessária para absorvê-la” (MIGLIOLI, 1977, p. 9)¹. Trata-se da hipótese da teoria clássica “de que a oferta cria a sua própria procura, no sentido de que o preço da demanda agregada é igual ao preço da oferta agregada para todos os níveis de produção e de emprego” (KEYNES, 2012, p. 19).

Segundo esse entendimento, então consagrado e de certa forma presente até hoje, ainda que inconscientemente, o universo econômico seria composto por indivíduos livres que, numa economia baseada em trocas e em que o desejo final é possuir bens, mercadorias e não moeda, a oferta dos bens produzidos de cada um dos integrantes encontraria sua demanda no mercado, isto é, em outro integrante, também produtor e interessado nesses bens, em troca dos seus. Nessa concepção, o ato de poupar seria sempre benéfico à sociedade, na medida em que necessariamente os recursos poupados (não consumidos) – num ato de abstinência – seriam empregados como “investimento na produção de riqueza sob a forma de capital, correspondente ao trabalho e às mercadorias assim libertadas da necessidade de consumo” (ibid., p. 16).

Convém destacar que, nessa linha de compreensão, a poupança é necessária ao investimento; configura-se como o antecedente lógico que o determina. Ainda nessa abordagem, por não haver desejo de reter moeda, a poupança, embora, por definição, seja um não gasto em consumo, é gasta – isto é, utilizada, empregada – na aquisição de bens produtivos, ou seja, bens de capital. Seguindo tal raciocínio, se a poupança é necessariamente utilizada para a aquisição de algo no mercado, nada mais natural que concluir, na linha de argumentação da teoria clássica, que todos os bens ofertados serão demandados. Em outras palavras, a oferta encontraria sempre sua demanda, seja com

¹ Conforme explicação de Miglioli, pela lei de Say, “se é a produção que cria a demanda, então esta última tem um papel passivo. A acumulação de capital e o progresso econômico dependem apenas da produção, não encontrando nenhum obstáculo por parte da demanda” (MIGLIOLI, 1977, p. 9).

consumo, em um comprador que busca consumir, seja em poupança, em um comprador, ou, para os clássicos, um “investidor”², que busca poupar seu excedente.

Atualmente, o *mainstream* lança mão de sua definição de taxa de juros como mecanismo natural que igualaria poupança e investimento (cf. BELLUZZO & ALMEIDA, 2002, p. 44). Para explicar como essa identidade quantitativa se expressa, os neoclássicos insistem na lógica natural do mercado. O cerne da concepção é o de que a poupança prévia define o investimento, funcionando os juros como mero preço (ou melhor, uma diferença entre preços³) livremente estabelecido pelo mercado. Tal concepção traduz-se, mesmo após Keynes, em um importante pilar da síntese neoclássica⁴; esse pilar é o equilíbrio geral walrasiano (MINSKY, 2013, p. 112). Mais recentemente, o equilíbrio geral walrasiano encontra-se na hipótese do denominado *market clearing*⁵.

Entretanto, desde uma perspectiva pós-keynesiana, a identidade contábil poupança = investimento, $S = I$ (*savings = investments*), de modo algum significa identidade conceitual entre ambos os agregados, tampouco determinação do investimento pelo prévio ato de poupar. Keynes também reconhece a igualdade quantitativa, em termos macroeconômicos, dos agregados poupança e investimento (KEYNES, 2012, p. 74-77). Porém, ele não parte de uma perspectiva individual e microeconômica, pela qual as diversas poupanças dos agentes criariam as bases para o investimento. Ao contrário, no que ficou consagrado como revolução keynesiana, ele superou a lógica da lei de Say e dos clássicos, tomando a demanda como fundamental na dinâmica econômica. Keynes, tal como Kalecki⁶, enfatizou a demanda como propulsor da engrenagem econômica.

² Ao longo deste trabalho se observará que, na ótica pós-keynesiana, poupar, ou aplicar financeiramente recursos ociosos, não é necessariamente investir. A propósito, também do ponto de vista marxista, François Chesnais, ao tratar dos chamados “investidores institucionais”, lembra que a língua inglesa, ao contrário da francesa [e da portuguesa], não distingue investimento de mera aplicação financeira (CHESNAIS, 2005, p. 36, nota 1). Cf. Dowbor, 2015, p. 9.

³ Os juros, por definição formal, independentemente da linha de pensamento – ortodoxa ou hererodoxa –, não são exatamente um preço e, sim, mais propriamente, a diferença entre o preço à vista (spot) e o preço futuro.

⁴ “A teoria econômica padrão utilizada nos dias de hoje foi estabelecida nos anos posteriores à Segunda Guerra Mundial. Ela mescla alguns elementos da teoria keynesiana e da análise clássica que Keynes pretendia subverter. Essa síntese neoclássica é o que tem servido como guia para a política econômica” (MINSKY, 2013, p. 108).

⁵ “A second key assumption in new classical models is that all markets in the economy continuously clear, in line with the Walrasian tradition. At each point of time all observed outcomes are viewed as ‘market-clearing’, and are the result of the optimal demand and supply responses of economic agents to their perceptions of prices. As result the economy is viewed as being in a continuous state of (short- and long-run) equilibrium” (SNOWDOW & VANE, 2005, p. 230).

⁶ “A grande contribuição de Kalecki para o entendimento do modo como funciona e se desenvolve a economia capitalista está em sua formulação e seu aprofundamento do princípio da demanda efetiva” (MIGLIOLI, 1977, p. 8). Keynes e Kalecki são contemporâneos, embora cada um, de início, estudando a economia em países diferentes e sobre bases diferentes; Keynes, na Inglaterra, de formação originariamente

A poupança iguala algebricamente o investimento, sob a ótica keynesiana, em decorrência dinâmica da identidade Y (renda) = C (consumo) + S (poupança) e do multiplicador do consumo. A decisão de gasto fundamental do capitalista inicia um processo de geração de renda (Y), que é despendida em consumo, de um lado, e aplicada em poupança, de outro. Como se trata de um processo, e não de um fenômeno estático, as parcelas consumidas, na lógica macroeconômica, geram novas rendas que, por sua vez, também serão em parte consumidas e em parte poupadas. Ao serem somadas as parcelas de renda poupadas ao longo dessa cadeia de renda gerada a partir da decisão fundamental de gasto, obtém-se a quantidade equivalente a este gasto inicial. Em outras palavras, tal identidade $S = I$ somente pode ser reconhecida dinamicamente, ao longo do processo econômico.

Para Keynes, a poupança decorre da *decisão* de investimento inicial, da decisão fundamental de gasto do capitalista. Para uma melhor compreensão da questão, é importante levar em consideração que se trata de uma análise no plano macroeconômico, que não parte de uma noção de existência de juros naturais ou de equilíbrio, bem como que diferencia o investimento corrente, decidido no passado, da decisão de investir, voltada para o futuro. Nesse sentido, Michel Aglietta, relembra que, na linha de Keynes, “o investimento pode ser entravado por falta de moeda, nunca por falta de poupança” (AGLIETTA, 2004, p. 76)⁷. Portanto, sob a ótica keynesiana, a poupança não é prévia ao investimento e tampouco o determina. Ao contrário, o gasto fundamental é a *decisão* de investimento, que gera renda e que provocará certo nível de consumo e de poupança⁸.

(neo)clássica; Kalecki, na Polônia, de formação marxista. “Antes, contudo, de surgir a Teoria Geral de Keynes, Kalecki já havia publicado, em polonês, três estudos que constituíram, em conjunto, a primeira formulação precisa e sistemática do papel da demanda efetiva no processo de reprodução capitalista” (ibid., p. 13).

⁷ Com efeito, Keynes, em debate com Bertil Ohlin, afirma que “o mercado de investimentos pode tornar-se congestionado por causa de falta de dinheiro, mas nunca se congestionará por falta de poupança” (KEYNES, 2010b, p. 96). No presente estudo, utilizaremos preferencialmente o termo “moeda”, tanto em sentido restrito (meios de pagamento restritos) – para designar o agregado M1, ou, de forma ainda mais restrita, a base monetária (reservas + papel moeda em poder do público) – quanto no sentido mais amplo (meios de pagamento ampliados). Ver, a propósito, o quadro 1 deste trabalho. Entretanto, autores como Marx adotam terminologia distinta, em que o termo “dinheiro” se aproxima da noção atual de moeda em sentido amplo, cujas funções, nos termos empregados por Marx, são, além de “medida de valor” (unidade de conta) e “meio de circulação” (intermediário de trocas), as de “entesouramento” (reserva de valor), “meio de pagamento” e “dinheiro universal” (cf. MARX, 2012, p. 121-172). Já o termo “moeda”, para Marx, se resume à “forma” assumida pelo dinheiro na “sua função de meio de circulação” (MARX, 2012, p. 151).

⁸ Para Keynes, “nada é mais seguro do que o fato de que o crédito ou *financiamento* requerido pelo investimento *ex ante* não é principalmente fornecido pela poupança *ex ante*” (KEYNES, 2010b, p. 92). As conclusões ora expostas, fundamentadas em Keynes, também encontram eco no pensamento de Kalecki: “Devemos salientar que a igualdade entre poupança e investimento mais saldo da balança comercial, mais déficit orçamentário no caso geral – ou só investimento no caso especial – será válida em todas as circunstâncias. Particularmente, ela será independente do nível da taxa de juros, que a teoria econômica costumava considerar o fator de equilíbrio entre a procura e a oferta de capital novo. Dentro da concepção

Porém, como superar a percepção enraizada de que o investimento depende necessariamente de recursos previamente poupados? De certa forma, a discussão de “o que determina o quê” parece uma aporia, ao estilo da indagação popular: o que veio antes? Tal compreensão, na realidade, somente é obtida quando se encara o problema do investimento, da poupança e, sobretudo, da moeda, não como meros objetos inseridos em um modelo lógico, mas sim como a exteriorização de um fenômeno social. Mais especificamente, o problema consiste na verificação do comportamento da moeda e do crédito em um dado sistema econômico. Convém, então, transpor a aporia para a discussão entre moeda exógena e moeda endógena.

Quando nos debruçamos sobre os traços econômicos de nossas sociedades, notadamente as atuais economias monetárias baseadas no crédito, ganha destaque a característica endógena, ou preponderantemente endógena, da moeda. Em rigor, quando se deixa de tomar como referência certo paradigma evolucionista das sociedades – por influência do qual as sociedades primitivas teriam suas economias baseadas no escambo ou em moedas metálicas e as modernas, por sua vez, na moeda escritural e na confiança –, para abordar a questão desde uma visão menos convicta do progresso monetário moderno, a importância dos mecanismos de poder, da credibilidade e, portanto, do crédito nas relações econômicas revela-se muito mais ínsita às relações humanas do que poderíamos pensar numa primeira aproximação. Assim, é fundamental ter em mente a perspectiva pós-keynesiana de acordo com a qual a moeda é uma relação social. Conforme Marc Lavoie:

By contrast, post-Keynesians theorize a monetary system that has been developed by bankers for centuries, based on scriptural means of payment. Indeed, economic historians argue that scriptural credit money, providing a general unit of account and tracking credits and debts, preceded fiat money and coins (Innes, 1913; Copeland, 1974; Courbis et al., 1991). Money originated as a vehicle to settle debts. A proof of the above is that most of the so-called modern financial innovations, based on scriptural manipulations, were known since antiquity and were in practice just before and during the Renaissance. In the post-Keynesian approach, money is a social relation, with two somewhat different justifications. The first one says that credit money requires a property-based society, where pledges based on legal property – collateral – permit the expansion of loan contracts (Heinsohn and Steiger, 1983, de Soto, 2000). The second justification is based on the tax-driven approach, also called the chartalist view following Knapp (1924), which is at the heart of the MMT [Modern Monetary Theory] reconstruction of monetary theory. It says that the general acceptance of a non-metallic form of money is due to the fact that the state requires taxes to be paid in this medium (Wray, 2000). The usefulness of chartal money is derived from the state's authority to impose and collect taxes. (LAVOIE, 2015, p. 187-188).

presente, o investimento, uma vez realizado, automaticamente fornece poupança necessária para financiá-lo” (KALECKI, 1977, p. 70).

Levando-se em conta que a moeda é criada dentro do próprio sistema econômico, por meio da concessão de crédito por agentes que gozam de certa prerrogativa e credibilidade (os bancos) a agentes que também mereçam confiança (os investidores ou empreendedores), fica mais clara a possibilidade de que a decisão fundamental de gasto – a decisão de investir – ocorra mesmo sem a existência de poupança prévia. Para que tal compreensão possa ser ainda mais evidenciada, enfatize-se que se trata de uma relação social que envolve também poder e não apenas uma transação inanimada de objetos ou mercadorias.⁹

Para fins meramente ilustrativos, convém imaginar uma situação em que um soberano, mesmo sem possuir riqueza prévia suficiente – mas gozando de prestígio e legitimidade ou, em outras palavras, credibilidade –, conceda crédito a um dos habitantes, isto é, acredite nele, o qual se diz inventor e apto a construir uma valiosa máquina, que enriquecerá sobremaneira o Estado, determinando aos demais habitantes ou lhes convencendo que, em troca de uma moeda escritural, válida em todo o território, registrada pelo próprio soberano, empreguem sua mão-de-obra na construção de tal máquina extraíndo as matérias-primas e seguindo as ordens do inventor. Concluída a empreitada, o soberano, mais rico em virtude da máquina, após recompensar o inventor, pode até mesmo trocar a moeda escritural por ele mesmo registrada pelos rendimentos ou produtos oriundos da máquina ora já em atividade, pagando, assim, em nova renda (os produtos da máquina), os habitantes que trabalharam na sua construção, os quais, por sua vez, irão consumir ou consumir e também poupar¹⁰. Obviamente, esse exemplo singelo é tão-somente para clarificar melhor a ideia tão abstrata de que o crédito gera investimento, que gera renda, que gera consumo e poupança.

⁹ “A moeda e a confiança nela são fenômenos coletivos, sociais. Tenho confiança na moeda porque sei que o outro está disposto a aceitá-la como forma geral da existência do valor das mercadorias particulares, dos contratos e da riqueza. O metabolismo da troca, da produção, dos pagamentos depende do grau de certeza na preservação da forma geral do valor, que deve comandar cada ato particular e contingente. A reprodução da sociedade fundada no enriquecimento privado depende da capacidade do Estado de manter a integridade da convenção social que serve de norma aos atos dos produtores independentes” (BELLUZZO & ALMEIDA, 2002, p. 27).

¹⁰ Por questões de delimitação de tema, não vamos nos aprofundar na problematização das fontes mais originais da riqueza, se, por exemplo, o trabalho (na linha das teorias do valor-trabalho) ou o trabalho e a terra ou a utilidade, destacando apenas que a confiança e a legitimidade do poder não podem ser perdidas de vista. O exemplo acima é apenas para ilustrar como se processa, basicamente, o mecanismo de investimento sem prévia poupança, sem sequer levar em conta as peculiaridades do capitalismo. Para exemplos mais aprofundados de tais meios de criação de valor e de desenvolvimento econômico por meio do crédito, é interessante conferir a teoria de Schumpeter, que, a propósito, exemplifica a questão mesmo para economias não mercantis (SCHUMPETER, 1988, p. 94).

Na realidade, a dinâmica capitalista é mais complexa porque, ao final de cada etapa produtiva, ninguém estará interessado em ser pago em bens (p. ex., nos produtos da máquina), mas em moeda (riqueza líquida e abstrata, passível de ser transformada em qualquer bem – de consumo ou de capital), e que pode ser, como em regra o é, moeda também escritural, o que reproduzirá continuamente tal processo econômico. Tampouco, na dinâmica real, existem agentes individualizados – como no exemplo simples do soberano e dos seus habitantes –, mas estruturas organizadas, impessoais, em que o crédito é concedido por um sistema financeiro complexo a estruturas produtivas também complexas¹¹.

Em nossa sociedade contemporânea caracterizada por uma economia monetária embasada no crédito, quem exerce esse “poder soberano” de eleger os capitalistas aptos a receber moeda são, via de regra, os bancos – ou, mais propriamente, o conjunto do sistema bancário. Nosso sistema é formado por uma complexa rede de relações políticas, econômicas, sociais e jurídicas, em que os bancos recebem a autorização do Estado, por meio de sua autoridade monetária (Banco Central), para emprestar e captar depósitos, bem como a incumbência de reconhecer, dentre as empresas, quais são elegíveis para receber moeda – crédito – agora em troca de produção, lucro e pagamentos (em moeda) futuros.

Portanto, sob esse viés de uma economia com moeda endógena, os bancos não se reduzem a meros intermediários financeiros, que aguardariam passivamente a captação de poupança para só então conceder empréstimos. Dado seu *status* e sua função de prever quais agentes econômicos serão capazes de gerar riqueza e pagá-los mais à frente, o banco antecipa-lhes o crédito e recebe mais dinheiro no futuro, quase que numa espécie de operação alquímica. Nas palavras de Schumpeter, “o banqueiro não é primariamente tanto um intermediário da mercadoria ‘poder de compra’, mas um *produtor* dessa mercadoria” (SCHUMPETER, 1988, p. 53).

A fim de melhor estabelecer como se processa essa alquimia, vale registrar mais uma vez a perspectiva pós-keynesiana de Lavoie:

The main causality runs from credits to deposits, meaning that bank deposits are created the moment a new bank credit is granted. There is reversed causation. This also ties in with the statement that banks are not merely financial intermediaries that would arbitrage between short-term and long-term assets, as many mainstream economists still believe. Banks, in the post-Keynesian view, are creators of credit and of purchasing power – a vision also found in

¹¹ Para maior aprofundamento: ver Schumpeter (1988, p. 52-54; 74-75; 85-86; 130-132) e Minsky (2013, p. 251-264).

Schumpeter (1934). When banks increase their assets and liabilities by granting a loan, they create new means of payment. These can be used to increase aggregate demand. This goes beyond the mainstream belief that banks merely transfer funds from patient individuals, who decide to save more and accumulate deposits, towards impatient individuals, who wish to spend more than their income and take loans to do so (LAVOIE, 2015, p. 188).

Ou seja, a atividade bancária sequer se restringe a captar por juros menores a curto prazo e a emprestar por juros maiores a longo prazo. Dito de outra forma, não se trata apenas de administrar ou gerenciar o descasamento entre passivos e ativos, mas de criar antecipadamente poder de compra (moeda endógena) amparando-se em sua credibilidade no sistema econômico.

Lavoie prossegue numa acurada explicação de como se desenvolve a criação de moeda endógena e escritural pelos bancos (ibid., p. 192-217), detendo-se sobre cada um dos modelos ou formatações dos sistemas financeiros e destacando o elemento escritural ou contábil das operações bancárias. Grosso modo, quanto mais desenvolvido, coeso e abrangente o sistema financeiro em seu conjunto, ainda que composto por diversas instituições diferentes, mais sofisticado se torna o mecanismo de criação de moeda bancária. Desde que, em sua maioria – como é, afinal, o caso em nosso mundo bancarizado –, os empréstimos, ativos dos bancos, permaneçam nos bancos¹², como depósitos, do outro lado do balanço, no passivo, a criação monetária não passa de um mecanismo contábil que aumenta o tamanho dos balanços das instituições bancárias. Quanto maior for a criatividade e a sofisticação das instituições financeiras em inventar “papéis”, sendo um exemplo marcante a securitização¹³, maior será o trabalho e a dificuldade das autoridades monetárias em controlar a oferta de moeda¹⁴.

¹² Ainda que o depósito fique em um banco diferente do que concedeu o empréstimo, o sistema não se desfaz, bastando que se estabeleça, para tanto, um mercado interbancário apto a interligar as diferentes unidades bancárias. Schumpeter já há muito tempo colocava, retoricamente, uma questão interessante: “Quem negaria o fato de que, em alguns países, talvez 3/4 dos depósitos bancários são simplesmente créditos, e que em geral o homem de negócios primeiro torna-se devedor do banco para tornar-se depois seu credor, que primeiro ‘toma emprestado’ o que *uno actu* ‘deposita’, para não falar do fato de que apenas uma fração desprezível de todas as transações são e podem ser efetuadas pelo dinheiro, em sentido estrito” (SCHUMPETER, 1988, p. 69). Se à época em que Schumpeter escreveu sua *Teoria do Desenvolvimento Econômico* (1ª ed. de 1911, reeditado em 1926) tal constatação já era clara, tal se dá com muito mais intensidade nos dias de hoje.

¹³ Conforme Lavoie, “*securitization may be defined as the transformation of an asset that was not previously marketable into a marketable one. In other words, the securitization of an asset implies that this asset can now be sold on some market*” (LAVOIE, 2015, p. 202).

¹⁴ Interessante transcrever, quanto a esse ponto, citação de Lavoie a W. Godley: “*Governments can no more ‘control’ stocks of either bank money or cash than a gardener can control the direction of a hosepipe by grabbing at the water jet*” (GODLEY apud LAVOIE, 2015, p. 182). Lavoie prossegue: “*This is in clear contrast and opposition to the quantity theory of money, monetarism, and what can be found in nearly all contemporary mainstream textbooks, where supply of money is exogenous and depicted as a vertical line in money and interest rate diagrams*” (LAVOIE, 2015, p. 182).

Entretanto, a fim de se evitar más interpretações acerca do real significado de moeda endógena ou moeda exógena, são necessários alguns esclarecimentos importantes. Para melhor compreender o mecanismo de criação monetária, o mais importante é ressaltar, mais uma vez, que a moeda é uma relação social e não um mero objeto. Portanto, não se pode cair no equívoco de conceber os adjetivos exógeno ou endógeno como meras marcas quantitativas e binárias ao fenômeno monetário. Explicando melhor, trata-se de tomar cuidado com a conotação que comumente é conferida às palavras endógeno e exógeno, que se prendem à perspectiva lógico-matemática das variáveis determinantes ou determinadas¹⁵.

Se a moeda não é meramente um objeto, mas uma relação social – cujos componentes políticos, jurídicos, culturais, sociais etc., são indissociáveis para sua compreensão –, moeda endógena e exógena não se resumem a opções mutuamente excludentes (ou exclusivas). Não se pode meramente inverter a correta metodologia de uma ciência humana e querer partir pura e simplesmente de um modelo fechado e apriorístico em que a moeda é simples variável, determinante ou determinada, de uma teoria abstrata preconcebida.

Numa relação político-social inúmeros exemplos podem ser aventados, como o de um regime estatal totalitário e centralizador, avesso ao mercado e à liberdade bancária, que consiga obter resultados extremos de controle monetário, ou, de modo inverso, uma quase total captura do Estado por agentes privados, como os bancos, ou, também, casos intermediários, de regimes democráticos complexos, em que continuamente se verifica um embate entre forças e interesses na condução da política monetária¹⁶. Cada um deles apresentará níveis de oferta endógena de moedas diferentes e, inversamente, níveis de

¹⁵ Sob o ponto de vista matemático, “variáveis cujos valores de solução procuramos utilizando o modelo são conhecidas como *variáveis endógenas* (que se originam de dentro). Contudo, o modelo também pode conter variáveis que por supomos ser determinadas por forças externas ao modelo e cujos valores são aceitos somente como dados (...) são denominadas *variáveis exógenas* (que se originam de fora). Deve-se notar que uma variável endógena em um modelo pode perfeitamente ser exógena em outro” (CHIANG & WAINWRIGHT, 2006, p. 7-8).

¹⁶ Bresser-Pereira & Nakano acrescentam, ao tratar da endogeneidade da moeda, que “há um elemento político no processo” (BRESSER-PEREIRA & NAKANO, 1984, p. 15). Além disso, a título ilustrativo, em que pese não seja o objeto central deste estudo, convém lembrar a polêmica sobre o próprio conceito de capital (controvérsia de Cambridge), em que, afinal, o principal problema não era qual o melhor método de medi-lo, mas sim, antes disso, conseguir defini-lo. Capital não é simplesmente um objeto, uma grandeza física mensurável, mas uma relação social reificada (quanto à “reificação” das relações de produção, já sob um enfoque marxista, cf. RUBIN, 1987, p. 33). De acordo com Lavoie, a própria Joan Robinson (1975) teria observado, posteriormente, esta questão mais fundamental, ao afirmar: “*the real dispute is not about the measurement of capital but about the meaning of capital*” (ROBINSON *apud* LAVOIE, 2015, p. 47). Cf. também Robinson *apud* Lavoie, 2015, p. 47-50 e Teixeira, 2004, p. 5-20.

poder de controle dos agregados monetários também distintos. De um modo geral, é na relação entre os demandantes de moeda, em especial os empresários, e o sistema bancário em seu conjunto – que procurará fornecê-la apenas àqueles que, ao final, efetivamente produzam nova riqueza e, assim, validem o crédito obtido – que se processa a criação de moeda pelo próprio sistema econômico¹⁷.

É nesse sentido que, ao tratar da possibilidade ou não de controle monetário, de acordo com Luiz Fernando de Paula, e “na falta de uma definição melhor”, é possível, em que pese talvez não refletir sobre uma percepção estritamente lógico-matemática, utilizar expressões tais como “endogeneidade parcial da moeda” (PAULA, 1996, p. 421). O intuito é o de esclarecer que, sob o enfoque pós-keynesiano, a oferta de moeda não é *totalmente* endógena, dependendo, “em boa medida, do comportamento do Banco Central (...) que pode ou não sancionar a moeda privada criada pelos bancos” (ibid.), além, notadamente, dos próprios bancos, cuja incumbência e interesse é justamente decidir quais “planos empresariais de um agente não-financeiro” merecem ou não crédito (ibid., p. 420). Ainda nas palavras de Luiz Fernando de Paula:

Uma visão alternativa e intermediária às posições verticalista e horizontalista é a abordagem “pós-keynesiana”, que considera que as autoridades monetárias não têm um controle absoluto sobre a quantidade de moeda disponível, como sugerida pela abordagem verticalista, não só porque a função demanda por moeda pode ser muito volátil como também porque a concretização dos objetivos almejados pelas autoridades depende da reação dos bancos e suas estratégias. Estes últimos, como qualquer outro agente, possuem uma preferência pela liquidez, demandando moeda como instrumento de proteção à incerteza. A política monetária adotada pelo governo pode ser confirmada, atenuada ou

¹⁷ Cf. também Keynes, 2010, p. 65-68. Para Schumpeter, “o limite é dado pela condição de que a inflação creditícia em favor dos novos empreendimentos deva ser apenas temporária, ou que não haja nenhuma inflação, no sentido de elevação permanente do nível de preços. E o freio que garante a manutenção desse limite é o fato de que qualquer outra conduta frente à grande demanda dos empresários por crédito significa uma perda para o banco em questão. Essa perda sempre ocorre se o empresário não conseguir produzir mercadorias pelo menos iguais em valor ao crédito mais o juro. Só quando conseguir fazê-lo é que o banco terá feito um bom negócio – então, e só então, contudo, não haverá também nenhuma inflação, como demonstramos, ou seja, nenhuma infração ao limite. Disso podem derivar as normas que determinam a magnitude da criação possível de poder de compra em casos individuais”. (SCHUMPETER, 1988, p. 79). Cf. também Schumpeter, 1988, p. 130-132. Minsky, tratando dos compromissos financeiros e da instabilidade do capitalismo, afirma: “no processo de geração crescente de financiamentos por meio de inovações financeiras, ocorre um aumento endogenamente determinado de moeda e ativos líquidos” (MINSKY, 2013, p. 238). Mais à frente, o economista destaca: “o investimento produtivo, seu processo de financiamento e validação são fatores críticos no funcionamento da economia moderna” (ibid., p. 242). Aglietta sustenta que “a razão profunda da relatividade irreduzível da política monetária se encontra na ambivalência da moeda – trata-se de um bem coletivo cuja criação e cuja posse são quase inteiramente privadas”. Para ele, sua argumentação “se distingue (...) da concepção unilateral da moeda exógena, dita monetarista, ao mesmo tempo que reconhece que a ancoragem nominal é uma exigência iniludível do controle da moeda” (AGLIETTA, 2004b, p. 71-74). Para Aglietta, em uma concepção normativa da moeda, esta “é o fundamento de um pacto implícito entre cada cidadão e a sociedade em sua totalidade porque ela está ligada à integridade da ordem social” (ibid., p. 80).

mesmo contraposta por uma estratégia adversa por parte dos bancos, uma vez que os objetivos desses podem diferir daqueles perseguidos pelas autoridades monetárias, conferindo à oferta de moeda um grau de endogeneidade. (Ibid., p. 15).

Assim, a abordagem anterior, tendo principalmente como base o pensamento do próprio Keynes e dos pós-keynesianos, permite tanto manter uma postura crítica à perspectiva ortodoxa e da chamada síntese neoclássica – que se utilizam excessivamente de modelos formais e de uma noção de moeda exógena – quanto de uma perspectiva heterodoxa extremada. Essa última, apesar de seus méritos em denunciar o *mainstream* e permitir o avanço do pensamento, acaba por excluir, em última análise, qualquer importância à atuação de política monetária do Banco Central, que se reduziria, em qualquer contexto, a agir “a reboque” dos agentes privados (ibid., p. 436; cf. também LOPES & ROSSETTI, 2002, p. 226).

Cabem ainda algumas considerações um pouco mais conceituais a respeito do crédito. É o caso apenas de reforçar que crédito não é unicamente um ato unilateral, que se aperfeiçoa simplesmente pela vontade de um dos agentes econômicos, muito menos é um objeto sobre o qual recai o poder de propriedade de uma pessoa. Por vezes, o dia a dia das relações econômicas, em que o crédito está representado, documentado, em um determinado título, muitas vezes transferível ou securitizável, pode causar a impressão errônea de que se trata simplesmente de um bem transacionável.

Todavia, para o escopo desse estudo, melhor é definir o crédito, como destacado, como uma relação: alguém concede e alguém toma crédito. Ao se considerar a origem da palavra, ressalta-se a ideia de confiança, crença, credibilidade. O banco, ou o conjunto do sistema bancário, decide se concederá crédito ou não; e, ao concedê-lo, em que volume e a que taxa de juros. O cliente, por sua vez, aceitará ou não tomá-lo. Em caso positivo, forma-se uma relação entre credor e devedor.

Embora à primeira vista este lembrete pareça desnecessário, ele é importante para enfatizar que, a partir do momento em que sistemas financeiros se desenvolvem, sobretudo por meio de mecanismos que permitem a transferência ilimitada de títulos e demais papéis representativos de dívidas (tal como os títulos representativos da dívida pública), evidencia-se a formação de dois aspectos marcantes de nosso sistema capitalista. O primeiro deles, que pode ser encarado como em princípio positivo, é a formação de um mercado líquido de títulos ou direitos de crédito, que representam a riqueza ou, ao menos, a crença na formação de uma riqueza real; tal mercado facilita incrivelmente a

alavancagem do investimento e o crescimento econômico. Por outro lado, o segundo aspecto, que pode ser retratado como negativo, é a instabilidade que se torna inerente ao sistema capitalista, que passa a transacionar um “capital financeiro” muitas vezes completamente dissociado do “capital real” (BELLUZZO & ALMEIDA, 2002, p. 55).

De um lado, o capitalismo financeiro permite a intensificação do investimento por meio de operações de crédito que perdem seu caráter personalizado ou diretamente garantido, desfazendo-se a necessidade seja de confiança direta numa pessoa – física ou jurídica, em devolver o empréstimo no futuro com rendimentos líquidos – seja na relação direta de garantia mediante bens previamente existentes do devedor. Por outro lado, implica uma profunda incerteza e não apenas um risco calculável nas relações econômicas, à medida que elas se tornam gradualmente mais impessoais, fragmentadas e distantes. Há, assim, um ambiente de incerteza na concretização ou não do rendimento futuro suficiente a pagar o empréstimo acrescido de juros, o que inclui pagá-lo no prazo contratado, mediante riqueza líquida (papel-moeda ou depósitos à vista – M1).

Quanto aos títulos negociados em mercado, o que também inclui em grande medida os títulos públicos, na medida em que eles são lançados e pulverizados por todo o sistema econômico, é importante lembrar que se forma um mercado secundário mais líquido e ágil, o que contribui para a compra de tais papéis por aplicadores inseguros diante do risco de carregá-los por longos períodos. Mas, de outro, perde-se em parte a possibilidade de melhor relação de conhecimento de longo prazo entre credor e devedor¹⁸. E, nessa medida, potencializa-se a volatilidade e as constantes trocas na posição de credores, que tendem a encarar o título público apenas como uma aplicação líquida de curto prazo.

Além disso, a existência de capital de empréstimo antecipa e duplica o capital real, ou seja, o capital produtivo. Ao capital constante do ativo do balanço das empresas, opõe-se “a ‘ficção’ do capital de empréstimo’, no passivo” de seus balanços (DUMÉNIL & LÉVY, 2010, p. 194). Quanto aos títulos públicos, a análise do crédito se torna ainda mais

¹⁸ “A segurança do sistema financeiro também depende de como esses mercados são estruturados. Espera-se que mercados de crédito se mostrem mais seguros do que mercados de títulos, porque nos primeiros os transacionadores se conhecem melhor do que nos segundos. Em mercados de créditos, estabelecem-se com frequência *relacionamentos de longo prazo* entre as partes, o que não ocorre nos mercados de títulos, em que as transações são normalmente anônimas, especialmente se têm lugar em mercados públicos, como bolsas” (CARVALHO *et al.*, 2015, p. 237). Cabe registrar que François Chesnais, sob uma perspectiva marxista, chega ao ponto de sustentar a tese de que os títulos atualmente transacionados em mercado, mais correspondem ao conceito de “propriedade” – seus detentores seriam “proprietários situados em posição de exterioridade à produção” e não mais “credores” (CHESNAIS, 2005, p. 48). De qualquer forma, no presente estudo, mantemos a nomenclatura crédito e credores, até mesmo para evitar possíveis confusões conceituais.

complexa diante da, em princípio, ausência de objetivos propriamente lucrativos por parte do Estado. Ao lhe emprestarem recursos, não se está antecipando-lhe um capital para a obtenção de mais capital no futuro. Sob a ótica marxista exposta por Duménil & Lévi, “nenhum ‘capital’ corresponde ao título” público. “Trata-se de ficção pura e simples” (ibid.). De qualquer forma, representam também “direitos sobre rendas futuras” (ibid.), isto é, não se aguarda uma atividade produtiva do Estado, mas se acredita na capacidade de o Estado honrar a dívida, mediante o recolhimento de tributos, dada sua soberania e o poder que tem de exigir-los da coletividade.

Por tais razões, seja na linha keynesiana ou mesmo na marxista, estabelece-se um dilema entre as relações financeiras do modo de produção capitalista. De um lado, fomentam o investimento e a produção; de outro, ao promoverem ciclos de euforia e de pânico, em que as transações creditórias se afastam quase que completamente do circuito real ou produtivo da economia, geram fortes ondas desestabilizadoras do sistema. Para Minsky, “a estrutura financeira é a causa tanto da adaptabilidade quanto da instabilidade do sistema capitalista” (MINSKY, 2013, p. 196). E, nas palavras de Keynes:

A questão de saber se é desejável ter um mercado organizado para a negociação de débitos nos coloca perante um dilema: na ausência de um mercado organizado, a preferência pela liquidez devido à motivação de precaução aumentaria muito, ao passo que a existência de um mercado organizado dá azo a amplas flutuações da preferência pela liquidez em consequência da motivação especulativa (KEYNES, 2012, p. 153)¹⁹

Em momentos de crescimento, ocorrem comportamentos de euforia, em que a “expansão dos agregados de crédito não decorre só da oferta” (LAVOIE, 2015, p. 259, trad. livre); há quem demande esse crédito também, seduzido justamente por esse momento de expansão econômica (ibid.). Por outro lado, em momentos de maior incerteza, intensificam-se as crises, as ondas de pânico e a volatilidade no ambiente econômico. Em países em desenvolvimento, tais ocorrências em geral provocam as chamadas fugas de capitais especulativos (CHESNAIS, 2005, p. 48). No Brasil, tais problemas envolvem tanto

¹⁹ Já na concepção marxista, Duménil & Lévy expõem o problema da seguinte forma: “A apreciação que Marx faz dos mecanismos financeiros é, de fato, ambivalente. Bom ou mau: os dois! O sistema de crédito funciona como estimulante da acumulação; ele contribui para a maximização da taxa de lucro; ele favorece os mecanismos da concorrência, facilitando a acumulação nos ramos em que é mais necessário. Ao ler Marx, se tem o sentimento que sem os mecanismos do crédito o capitalismo perderia uma grande parte de sua eficácia. Por outro lado, existe o potencial desestabilizador. O crédito e a bolsa ficam eufóricos, e as correções são destrutivas. Marx tem uma visão muito precisa da relação entre os mecanismos reais (o processo do capital) e financeiros nas crises, como relação recíproca. Um é suscetível de desestabilizar o outro. A análise é, todavia, pouco desenvolvida” (DUMÉNIL & LÉVY, 2010, p. 194).

a abertura da conta de capitais quanto a manutenção de juros elevados e os títulos de indexação financeira, com liquidez elevada e baixo risco, que permitem uma rápida saída dos aplicadores em momentos de crise, conforme será visto ao longo desse estudo. A abordagem a seguir, acerca da preferência pela liquidez, retoma esse aspecto instável das economias monetárias capitalistas.

1.2 Preferência pela liquidez: os graus de liquidez

Se a análise econômica se atém apenas à moeda como meio de troca, na esteira do pensamento clássico, o raciocínio se torna mais simples, na medida em que não há necessidade de maiores considerações quanto ao papel que ela exerceria nas relações econômicas. Os agentes estariam preocupados apenas em possuir bens, e a moeda seria apenas um facilitador de trocas. De fato, fosse somente esta sua função, a economia real seria mais compatível com a percepção clássica: os poupadores formariam a parcela da economia que, como simples recompensa pela abstinência em consumir, gerariam os recursos para novos investimentos, em troca dos juros como preços naturais que igualariam a oferta e demanda monetária.

Porém, a moeda não cumpre apenas o papel de facilitar as transações. O reconhecimento social que a comunidade lhe confere amplia a sua função. Inegavelmente, ela exerce um fascínio nos indivíduos, uma vez que se configura como riqueza na forma abstrata, ou seja, como a possibilidade de obter, de imediato, qualquer bem econômico disponível na sociedade, desde que se a possua em quantia suficiente²⁰. Essa ideia se relaciona ao fetiche pela moeda ou pela liquidez. O indivíduo (microeconômico, isolado), ao contrário da comunidade (macroeconômica), tenderá a manter recursos líquidos, cujo dinheiro ou os depósitos à vista, também alcunhados de M1, são a expressão máxima²¹.

²⁰ Karl Marx, ainda se referindo ao “dinheiro-mercadoria” na função de meio de circulação, já expressa suas qualidades únicas, com as seguintes palavras: “O dinheiro é a mercadoria absolutamente alienável, por ser a forma a que se convertem todas as outras mercadorias ou o produto da alienação geral delas. Lê todos os preços ao revés, e retrata-se, desse modo, nos corpos de todas as mercadorias, os quais lhe proporcionam a matéria de sua própria transformação em mercadoria. Ao mesmo tempo, os preços, os olhares amorosos que lhe jogam as mercadorias, revelam os limites da convertibilidade do dinheiro, isto é, sua própria quantidade” (MARX, 2012, p. 137). Cf. também Marx, 2012, p. 160.

²¹ Ao tratarem do “fetichismo da moeda” decorrente de sua forma intercambiável imediata e universal, Rosa Maria Marques & Paulo Nakatani expõem o fenômeno da seguinte forma: “Embora ela [a moeda] seja o resultado de um processo histórico e social – quando a troca se generaliza, quando o excedente de produção passa a ser a norma e, portanto, quando a autonomização do valor ocorre em relação a todas as mercadorias, o valor aparece na moeda como algo intrínseco a ela. Em outras palavras, o valor que está presente em todas as mercadorias agora é visto como encarnado somente na moeda. A esse processo se dá o nome de fetichismo

Individualmente, alguém só renunciará à liquidez em troca de algum prêmio, de alguma recompensa. É nesse sentido que, sob o viés keynesiano, os juros não são um preço de equilíbrio entre oferta e demanda de moeda, mas o prêmio pela renúncia à liquidez. O conceito de moeda, assim, não se resume apenas a um facilitador de trocas. As pessoas tenderão a acumulá-la, seja, em princípio, com o objetivo de precaução, seja ainda sob uma motivação “financeira” e, além disso, sob motivação especulativa. Quanto a esta última, quando entenderem que o preço de um ativo vai cair no futuro ou simplesmente quando apostarem que os juros monetários prefixados subirão mais à frente, os agentes, com motivação especulativa, poderão reter mais moeda agora.

É também por conta da especulação que a instabilidade se transforma em um fenômeno mais corriqueiro: sempre que as opiniões e expectativas migrarem todas para um único sentido, altista ou baixista, elas, em si mesmas, independentemente de qualquer alteração mais substantiva nos fundamentos da economia, precipitarão mudanças repentinas de preços – quer dos bens reais quer das dívidas.

Keynes, portanto, distingue essas diferentes motivações, dividindo-as em: (i) motivação transação – subdivididos em depósitos de renda e depósitos de negócios; (ii) motivação precaução; e (iii) motivação especulativa. Ele ainda trata do chamado (iv) “motivo financeiro” (*finance motive*)²². A “velocidade-renda da moeda” só seria estável se a motivação se resumisse, mais estrita e adequadamente, à função de transação, e não à poupança (KEYNES, 2012, p. 176-180).²³

Assim, ao se sair da órbita do consumo e se passar à da poupança, ganha sentido o conceito de preferência pela liquidez. Isso significa em que medida o poupador decidirá

da moeda” (MARQUES & NAKATANI, 2009, p. 15). Cf. também Marques & Nakatani, 2009, p. 14-15 e Marx, 2012, p. 117.

²² A motivação financeira (*finance motive*) não consta da *Teoria Geral*. É um elemento da Teoria de Keynes que ganhou destaque em seu debate com Bertil Ohlin. Cf. Keynes, 2010 e 2010b. “O motivo financeiro (*finance motive*) refere-se à demanda por moeda antecipada a alguma despesa discricionária planejada, sendo o gasto desse tipo mais vultoso e menos rotineiro – o investimento em bens de capital (...). O motivo financeiro tem um elemento de demanda transacional – uma vez que, tal como esta, relaciona-se a um gasto planejado, um plano definitivo de gastos – mas com um comportamento diferente, dada a natureza não rotineira das despesas. É nesse sentido que Keynes afirmou que a demanda financeira fica a meio caminho entre os saldos ativos, tal como a demanda transacional por moeda, e os saldos inativos, tais como as demandas precaucional e especulativa” (CARVALHO *et al.*, 2015, p. 55). Cf. também Keynes, 2010, p. 67.

²³ Keynes critica o que se costuma chamar de “velocidade-renda da moeda”. De acordo com ele, “a velocidade-renda da moeda mede simplesmente a proporção de rendimento que o público deseja conservar sob forma líquida, de tal modo que um aumento seu pode ser sintoma de uma redução da preferência pela liquidez. Não é, porém, a mesma coisa, visto que é em relação ao seu estoque acumulado de poupança e não em relação ao seu rendimento que o indivíduo pode exercer a sua escolha entre liquidez e iliquidez. E, de qualquer maneira, a expressão ‘velocidade-renda da moeda’ encerra em si a sugestão falaciosa de se presumir que a demanda da moeda como um todo é proporcional ao rendimento ou representa uma relação fixa com ele (conforme veremos que tal pressuposto só deveria se aplicar a uma *parte* dos haveres líquidos do público), portanto não atende ao papel da taxa de juro” (KEYNES, 2012, p. 176-177).

manter seus recursos na forma líquida. A preferência pela liquidez é, nas palavras de Keynes, “uma curva que representa o montante dos seus recursos, medidos em termos monetários ou em unidades de salário, que deseja conservar sob a forma de moeda em diferentes circunstâncias” (ibid., p. 149).

Um referencial importante ao tratar da chamada preferência pela liquidez consiste em manter claro que essa preferência não se restringe a uma escolha binária, no sentido de ficar ou não ficar líquido, de reter moeda (papel moeda ou depósitos à vista – M1) ou ativos ilíquidos, mas, de forma mais apropriada, consiste em uma *gradação de liquidez*, ou seja, a preferência pela liquidez é também o grau, em período de tempo, de renúncia à liquidez imediata.

Ademais, é importante registrar que a redução do grau de liquidez não significa apenas o tempo em que se abre mão da transformação do ativo em moeda corrente, mas também o *risco de perdas* caso se procure restabelecer a liquidez antes de determinado prazo. Conforme aponta Oliveira, “o grau de liquidez de um ativo depende da rapidez com que ele pode ser convertido em dinheiro *sem perdas*”. Fundamentando-se no pensamento de Chick, o autor relembra que “um ativo totalmente líquido possui a máxima probabilidade de ser convertido instantaneamente em meio de pagamento *sem perda de capital*” (OLIVEIRA, 2009, p. 50-51, g.n.; cf. ibid., p. 57-58).

Quando se trata de uma economia monetária guiada pelo crédito, em que o dinheiro não se reduz à moeda em sentido estrito – papel-moeda e depósitos à vista (M1) –, mas na qual são transacionadas dívidas, como observado anteriormente, fica mais evidente que não há tão-somente uma única linha divisória entre moeda e outros ativos. A explicação que Keynes apresenta em uma nota do capítulo 13 da *Teoria Geral* é elucidativa:

Sem infirmar esta definição, podemos fazer passar a linha divisória entre “dinheiro” e “débito” em qualquer ponto que melhor convier ao estudo de determinado problema. Podemos, por exemplo, considerar moeda todo o direito a um poder geral de compra que o possuidor não aliena por um período superior a três meses, e “débito” 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; ou podemos excluir da moeda tudo que não seja moeda com curso legal, com poder liberatório imediato. Na prática, é muitas vezes conveniente incluir como moeda os depósitos a prazo nos bancos e, ocasionalmente, até mesmo certos instrumentos de crédito, como, por exemplo, os certificados do Tesouro. De modo geral, tal como no meu *Treatise on Money*, pressuporei que a moeda é coextensiva com os depósitos bancários. (KEYNES, 2012, p. 150, nota 1)

A explicação de Keynes, além de, do ponto de vista metodológico, corretamente enfatizar que a teoria deve respeitar os fatos (o “determinado problema” a ser enfrentado), torna sensivelmente mais clara o quão complexa é a definição de moeda em um sistema

econômico financeirizado, aberto e creditório como o observado, de modo intenso, no mundo contemporâneo. Aliás, mais recentemente, Aglietta afirmou que “a distinção entre moeda e títulos foi apagada por uma gama cada vez maior de ativos líquidos com taxas variáveis” (AGLIETTA, 2004b, p. 86). Tal perspectiva, que enfatiza os graus de renúncia à liquidez e assunção de riscos, é fundamental como ferramental teórico para melhor compreender o fenômeno da indexação financeira e da moeda indexada, que, como veremos, marcou a economia brasileira, sobretudo a partir dos anos 1980.

1.2.1 Esclarecimentos quanto à terminologia atual na economia monetária brasileira

No caso brasileiro, desde logo é importante ter em mente uma ressalva importante quanto à classificação dos agregados monetários e seu grau de liquidez. Em nosso sistema, desde julho de 2001, foi implementada uma nova metodologia de classificação dos agregados monetários, em linha com práticas internacionais, cujas séries históricas foram elaboradas nestes moldes pelo Banco Central desde julho de 1988 (cf.: BCB, 2001, p. 1; CARVALHO *et al.*, 2015, p. 6-8). Nessa nova sistemática, não se segue estritamente o grau de liquidez, mas a distinção de acordo com os sistemas emissores. Sendo assim, não se pode, ao analisar os agregados monetários (M1, M2, M3 e M4), considerar que eles refletem pura e simplesmente graus de liquidez. No quadro a seguir são apresentados os conceitos anteriores e os atuais, conforme informações do Banco Central.

Quadro 1 – Agregados monetários

<u>Conceitos anteriores</u>	
M1 = papel moeda em poder do público + depósitos à vista	
M2 = M1 + depósitos especiais remunerados + quotas de fundos de renda fixa de curto prazo + títulos públicos de alta liquidez	
M3 = M2 + depósitos de poupança	
M4 = M3 + títulos emitidos por instituições financeiras	
<u>Conceitos atuais</u>	
<i>Meios de Pagamento Restritos:</i>	
M1 = papel moeda em poder do público + depósitos à vista	
<i>Meios de pagamento ampliados:</i>	
M2 = M1 + depósitos especiais remunerados + depósitos de poupança + títulos emitidos por instituições depositárias	
M3 = M2 + quotas de fundos de renda fixa + operações compromissadas registradas no Selic	
<i>Poupança financeira:</i>	
M4 = M3 + títulos públicos de alta liquidez	(Fonte: BCB, 2001)

O quadro anterior permite identificar que, atualmente, os títulos públicos emitidos pelo setor público se inserem no conceito de M4, em que pese sua elevada liquidez, sobretudo quando consideramos as LFTs. Essa nova sistemática, de um lado, retira dos conceitos de agregados monetários a ideia de gradação de liquidez na ordem de sua apresentação. Por outro lado, permite identificar com alguma clareza a origem dos títulos que circulam na economia, isto é, qual seu agente emissor, notadamente se são as instituições bancárias ou o próprio governo (BCB, 2001, p. 3).

Além disso, e aqui reside a peculiaridade do sistema brasileiro, a atual definição de M4 – que se refere aos títulos públicos – foi mantida na definição de agregados monetários justamente por conta das especificidades de nossa economia, marcada pela existência da quase-moeda consubstanciada em dívida pública de alta liquidez.

Cabe observar que, embora não usual na maioria dos países, a inclusão da dívida mobiliária pública em agregados monetários baseia-se nas especificidades da economia brasileira, com o setor público mantendo participação expressiva no dispêndio total por longo período, cujo financiamento dependia significativamente da captação de poupanças privadas por meio da emissão de títulos. Tais circunstâncias exigiram elevada liquidez desses instrumentos, propiciando sua adoção generalizada como quase-moeda até os dias atuais. (BCB, 2001, p. 3).

Entretanto, é fundamental destacar que as tentativas de exercício da política monetária por meio do controle direto de seus agregados se mostra cada vez mais problemática, tal como visto anteriormente, dado o processo marcadamente endógeno de criação da moeda. Nas atuais economias monetárias, as tentativas de controle se dão fundamentalmente pelo meio indireto da fixação dos juros de curto prazo, numa tentativa de que eles interfiram na tomada de decisão dos agentes quanto à obtenção de crédito e monetização ou não de seus ativos financeiros líquidos. Nessa linha, a constante variação de um agregado para outro, e, em especial, no caso brasileiro, a fácil mudança das operações compromissadas e das LFTs para moeda corrente, e vice-versa, são exemplos emblemáticos da dificuldade de prever-se a evolução e de controlarem-se tais agregados.

Ao longo desse trabalho, abordaremos os acontecimentos históricos que culminaram no fenômeno da quase-moeda de emissão estatal no sistema brasileiro. Entretanto, como mencionado, incumbe manter registrado que, de acordo com as atuais regras metodológicas de elaboração dos agregados monetários, os conceitos de M1, M2, M3 e M4 não mais retratam, pura e simplesmente, a tentativa de separar os ativos em graus de liquidez. E, mais do que isso, as tentativas de exercício de controle da moeda por meio

da fixação de seus agregados mostram-se, na prática, algo de difícil implementação na economia contemporânea.

1.3 Alguns apontamentos acerca da taxa de juros

A noção de preferência pela liquidez introduzida por Keynes esclarece melhor a própria definição de juros. No lugar da concepção clássica em que juro é a mera recompensa pela abstinência em consumir, a visão keynesiana enfoca muito mais consistentemente a questão dos juros e de sua curva a termo. Ele parte do mesmo reconhecimento intuitivo de que se trata da diferença entre o preço à vista (*spot*) e o preço futuro, porém, ao embasar seu raciocínio na ideia de liquidez, e não na de abstinência por si só, o raciocínio se torna inequivocamente mais fundamentado.

Deveria ser óbvio que a taxa de juro não pode ser uma recompensa da poupança ou da espera ou abstinência em si. De fato, se alguém passar a entesourar as suas economias sob a forma de dinheiro líquido, não ganha juros, embora economize tanto como antes. Ao contrário, a simples definição da taxa de juro nos diz literalmente que esta é a recompensa da renúncia à liquidez por um prazo determinado. Em si, a taxa de juro não é mais do que o inverso da relação existente entre uma soma de dinheiro e o que se pode obter desistindo do controle sobre esse dinheiro em troca de uma dívida, por um prazo determinado. (KEYNES, 2012, p. 149-150)

Essa inovação conceitual de Keynes ilustra bem o quão paradoxal é a existência de títulos públicos e outras operações financeiras com liquidez imediata e juros reais (deflacionados) positivos diários. Conforme ficará mais claro ao longo da exposição, o Brasil passou a emitir dívida de remuneração diária pela taxa Selic. Como nossos juros básicos são elevados por conta de uma política monetária ortodoxa, a existência de tais títulos de *duration* zero asseguram aos credores da dívida, ao mesmo tempo, juros reais, liquidez imediata e baixa assunção de risco, em especial risco de mercado associado a mudanças na taxa de juros. Por intermédio desses instrumentos, o aplicador mantém-se confortavelmente recebendo remuneração pela simples abstinência em consumir sem se sujeitar a significativos riscos, tampouco precisar abrir mão de sua liquidez. Trata-se, pois, da indexação financeira persistente no Brasil²⁴.

²⁴ A propósito, Antonio Corrêa de Lacerda alerta: “O Brasil é o único país que ainda mantém títulos públicos de curtíssimo prazo que remuneram com elevadas taxas de juros, propiciando ao mesmo tempo rentabilidade e liquidez com baixo risco, na contramão da prática usual no mercado internacional” (LACERDA, 2014). Ao longo deste trabalho, definiremos em mais detalhes como se formaram e em que consistem os títulos de indexação financeira vinculados à taxa média Selic diária, isto é, à taxa das operações de mercado aberto.

Devidamente pontuada a raiz da definição de juros, passa-se ao estágio seguinte, qual seja, o de diferenciar a taxa de juros monetária das taxas de “juros”²⁵ dos demais ativos. Ora, se a taxa de juros, em si, é a diferença entre preço no presente (à vista) e preço futuro, não é necessário aceitar como juros, em sentido amplo, apenas a diferença, no tempo, do preço do dinheiro propriamente dito. Porém, para compreender porque é a taxa de juros do dinheiro, e não de qualquer outro bem ou ativo, o referencial de nossa economia, primeiramente há que se diferenciar a específica taxa de juros da moeda (taxa de juros monetária) das demais “taxas de juros”. É o próprio Keynes quem, em sua *Teoria Geral*, expõe os conceitos de taxa de juros “de qualquer ativo” e de taxa de juros “monetária”. Quanto à taxa de juros monetária, diz ele:

[A taxa de juros monetária] não é mais do que o excedente, em porcentagem, de uma soma de dinheiro contratada para entrega futura, por exemplo, no prazo de um ano, sobre o que podemos chamar o preço spot ou à vista da referida soma objeto do contrato. (KEYNES, 2012, p. 201)²⁶

Já quanto à taxa de juro de *qualquer* ativo, expõe Keynes:

Daqui deduzimos que a retribuição total que se espera da propriedade de um ativo, durante certo período, é igual ao seu rendimento menos o seu custo de manutenção mais o seu prêmio de liquidez, ou seja, $q - c + l$. Em outras palavras, $q - c + l$, em que q , c e l são medidos em unidades do próprio ativo, é a taxa de juro específica de qualquer ativo. (KEYNES, 2012, p. 205)

Os juros, de fato, podem ser definidos de uma forma mais abrangente, na qual já estão embutidos os próprios elementos que determinam a variação entre o preço à vista e o

²⁵ Vamos aqui manter o termo “juros dos demais ativos”, em linha com a exposição de Keynes, em que pese não seja propriamente “juro” no sentido usualmente adotado para o termo, que se restringe aos juros monetários. Schumpeter destaca que na realidade se costuma comparar as demais rendas aos juros da moeda, ou em suas palavras, “aos juros sobre o poder de compra”, “mas apenas externamente”. Segundo Schumpeter, “todo rendimento permanente está ligado ao juro; mas apenas externamente, apenas na medida em que a magnitude a que está relacionado é determinada pelo nível do juro” (SCHUMPETER, 1988, p. 136).

²⁶ Por questão de delimitação do tema, no presente trabalho nos concentraremos propositalmente na definição “formal” de juros, adotada por Keynes, sem pretensões de retomarmos o aprofundado debate teórico quanto à conceituação “substancial” ou “valorativa” de juros, que, do lado ortodoxo, diz respeito no mais das vezes à noção de abstinência e, no campo marxista, retoma a teoria do valor-trabalho, sendo os juros uma parcela da mais-valia extraída do trabalhador (MARX, 2015, p. 500-501). De qualquer maneira, cabe lembrar que Marx criticava com ênfase a noção de “abstinência” do capitalista, bem como, numa passagem, o termo “renúncia” (*entsagung*), mas este, assim como abstinência, no sentido de renúncia ao consumo ou à fruição dos bens da vida (cf.: MARX, 2012, p. 265; MARX, 2014, p. 697-705); não se tratava da concepção de “renúncia à liquidez” de Keynes, exposta décadas depois em sua *Teoria Geral*. Também não ingressaremos a fundo na questão dos “juros produtivos” como uma parcela do lucro empresarial, tal como, a propósito, entende Schumpeter, que, ademais, entende lucro como uma renda temporária que expressa a contribuição do “empresário inovador”, que realiza novas combinações produtivas (cf. SCHUMPETER, 1988, p. 54, 89, 102-103 e 117-119).

preço futuro de *qualquer* ativo econômico. Além das variações do próprio preço do bem ou ativo – valorização ou depreciação com a perda do preço relativo (a) – entram em cena: o custo de manutenção (c); o rendimento gerado pelo ativo (q); o prêmio de liquidez (l). Se chamarmos esse rendimento total de qualquer ativo de (r):

$$r = q - c + l \quad (1)$$

Se incluirmos o elemento (a), tal como Carvalho *et al.*, “o retorno total esperado de um ativo, durante certo período, pode ser definido como a soma das seguintes taxas esperadas” (CARVALHO *et al.*, 2015, p. 58):

$$r = a + q - c + l \quad (2)$$

De acordo com os mesmos autores, “a fórmula acima [2] permite a comparação e escolha entre ativos que oferecem algum rendimento ($q - c$), ganhos de capital (a) ou simplesmente segurança e flexibilidade conferida pela liquidez (l)” (ibid.; cf. OLIVEIRA, 2009, p. 51-52).

Porém, na disputa entre qual bem ou ativo servirá de referência à economia, a moeda, mesmo que sem qualquer lastro em um ativo real e, aliás, justamente por não depender disso, costuma sobressair-se. É a moeda um ativo cujo custo de manutenção é desprezível, e a liquidez, incomparavelmente alta; é o ativo líquido por excelência. Trata-se da riqueza na forma abstrata, da possibilidade de, sem possuir nada em concreto, possuir o direito de obter qualquer bem econômico.

Essa singularidade no contexto socioeconômico torna seus juros monetários resistentes à queda, de tal sorte que, em um olhar mais aproximado, os juros monetários passam a apresentar características próprias que lhes diferenciam qualitativamente dos “juros” dos demais ativos não monetários. A característica marcante que leva à resistência à queda do juro monetário é, segundo Keynes, a elasticidade de produção igual a zero do dinheiro. Ou seja, uma empresa, quando precisa de mais dinheiro, não pode simplesmente produzi-lo, mas sim sujeitar-se às regras do sistema econômico, seja obtendo crédito junto ao subsistema financeiro, seja desfazendo-se de algum outro ativo. Ademais, a moeda apresenta uma elasticidade de substituição que tende a zero; ela é, na economia, o principal “valor de troca”; “quando o seu valor de troca aumenta”, em regra, “não há motivação ou

tendência para substituí-la por nenhum outro fator”, salvo raras exceções, em que se pode adotar uma moeda-mercadoria (KEYNES, 2012, p. 208-209).

Ademais, dentre outros aspectos que conferem peculiaridade aos ativos monetários e implicam que seus juros se tornem resistentes à queda, convém lembrar os custos de manutenção baixíssimos ao retê-los, que não aumentam mesmo quando se os retém em grande escala.²⁷ Dito de outra forma, o custo de manutenção do dinheiro não aumenta mesmo quando se tem muito dinheiro, quando se é muito rico. Ao contrário, na prática, quanto mais rico, menor o custo de manutenção, sobretudo quando consideramos moeda não só o dinheiro e os depósitos à vista (M1), mas incluímos os demais ativos financeiros líquidos²⁸.

Assim, não é impossível erigir uma mercadoria ao *status* de moeda, mas é impossível que exista, empiricamente, uma mercadoria que reúna essas suas características próprias (KEYNES, 2012, p. 215). Quando se inclui ao conceito de moeda os ativos financeiros líquidos, em que a criação escritural ou creditória assume destaque inquestionável, revela-se claro o protagonismo monetário e o de seus juros. Convém lembrar que, no mundo atual, os agentes financeiros criam com cada vez maior frequência instrumentos financeiros e monetários.

Nesse aspecto, conforme discutido ao longo deste trabalho, a emissão dos atuais títulos públicos transacionáveis e altamente líquidos em circulação – notadamente, no Brasil, com as atuais Letras Financeiras do Tesouro (LFTs) indexadas à taxa Selic e outros instrumentos semelhantes – é um exemplo marcante desse protagonismo monetário-financeiro. A propósito, no caso brasileiro, tais títulos públicos assumem a peculiaridade de serem chancelados pelo próprio Estado, além de remunerarem a juros elevados e sequer

²⁷ “A presteza com que o público aumenta o seu estoque de moeda em relação a um estímulo comparativamente pequeno deve-se ao fato de que as vantagens da liquidez (real ou suposta) não são contrabalançados por um custo de manutenção que cresce abruptamente com a passagem do tempo. No caso de uma mercadoria que não o dinheiro, um pequeno estoque da mesma pode oferecer algumas comodidades para os que a utilizam. Mas mesmo quando um estoque maior pudesse ter um certo atrativo como reserva de riqueza possuindo um valor estável, essa vantagem ficaria neutralizada pelos custos de manutenção da referida riqueza, sob a forma de despesas de armazenagem, deterioração etc.” (KEYNES, 2012, p. 211).

²⁸ Para Thomas Piketty, “uma hipótese comum nos modelos econômicos é que o capital gera o mesmo rendimento médio para todos os seus detentores, sejam eles grandes ou pequenos. Entretanto, isso não é nada garantido: é altamente possível que os patrimônios maiores tenham retornos mais elevados. Podemos imaginar várias razões para isso. A mais evidente é que existem mais meios para empregar os intermediários financeiros e outros gestores de patrimônio quando se possuem 10 milhões de euros do que quando se possuem 100.000 euros, ou então 1 bilhão de euros em vez de 10 milhões de euros. Na medida em que os intermediários permitem, em média, identificar os melhores investimentos, esses efeitos de tamanho associados à gestão de carteiras (as “economias de escala”) levam automaticamente a um rendimento médio mais alto para os maiores patrimônios” (PIKETTY, 2014, p. 419-420).

apresentarem considerável risco de mercado. Giuliano C. de Oliveira destaca, quanto ao nosso sistema marcado pela indexação financeira, o seguinte:

(...) caso exista em uma dada economia um ativo capaz de coadunar elevada rentabilidade (alto retorno monetário) e baixo risco (elevado prêmio de liquidez), todos os demais ativos terão sua precificação estabelecida em termos de risco *versus* retorno parametrizado nesse ativo, o qual se torna o ativo referência do sistema. Essa coadunação entre rentabilidade e liquidez é capaz de provocar anomalias relevantes na economia, em particular na dinâmica de funcionamento do sistema financeiro. Ela pode contribuir, por exemplo, para desestimular o envolvimento do setor privado em operações mais longas, concorrendo para constranger os mercados de títulos de dívida privada e de ações. Esse é o caso da economia brasileira, na medida em que os títulos da dívida pública oferecem aos seus detentores retornos elevados e alta liquidez. (OLIVEIRA, 2015, p. 115)

A moeda se torna, portanto, a grande referência de valorização ou de desvalorização relativa dos demais ativos. E seus juros, o principal referencial de custo de oportunidade para os demais ativos reais ou financeiros não monetários (cf.: CARVALHO *et al.*, 2015, p. 312-316; KEYNES, 2012, p. 204-207).

A perspectiva pós-keynesiana é, ademais, francamente crítica à ideia de obtenção de uma taxa de juros natural, que se estabelecesse sob o exclusivo jogo das forças naturais de mercado²⁹. Afastando-se de uma perspectiva estritamente quantitativa, isto é, da teoria quantitativa da moeda³⁰, Keynes não esquece em momento algum – mas, ao contrário, destaca – os aspectos qualitativos que conferem à moeda uma atração especial sobre o público, de tal forma que as expectativas e o comportamento sociopolítico presentes na realidade humana não ficam eclipsados ou em segundo plano – diferentemente de uma teoria, ou um modelo, totalmente fechada e lógica, porém permeada de hipóteses de difícil comprovação prática.

Essas considerações evidenciam o quão problemático é manter títulos indexados de liquidez imediata, baixo risco e remunerados a juros reais não só positivos, mas também elevados. Tal fenômeno, característico da economia brasileira, distorce a curva de juros

²⁹ Para Keynes, a taxa dita natural “é simplesmente a taxa que manterá o *status quo* e, em geral, não temos grande interesse em manter o *status quo* como tal” (KEYNES, 2012, p. 219). É interessante pontuar que o tema da taxa natural afasta os pós-keynesianos mesmo dos ortodoxos que admitem a moeda endógena: “*what truly distinguishes (horizontalist) post-Keynesians from orthodox dissenters (for instance New Consensus authors), who also recognize the endogeneity of the money supply, is the post-Keynesian rejection of the concept of the natural rate of interest*” (LAVOIE, 2015, p. 190).

³⁰ Ao expor o pensamento da escola monetarista, Snowdon & Vane expõem que “*the first stage in the development of orthodox monetarism can be traced from de mid-1950s to de mid-1960s, and involved an attempt to re-establish the quantity theory of money approach to macroeconomic analysis, which had been usurped by the Keynesian revolution. Within the quantity theory of money approach (...) changes in the money stock are regarded as the predominant, though not the only, factor explaining changes in money or nominal income*” (SNOWDON & VANE, 2005, p. 165).

que deveria prestigiar o financiamento de longo prazo (cf.: BARBOSA, 2006, p. 231-232; OLIVEIRA, 2010, p. 18; NAKANO, 2012). Do ponto de vista fiscal, empurra para o Estado, em boa medida, o custo do refinanciamento de dívida improdutiva de curto prazo. Além disso, do ponto de vista da distribuição da renda, privilegia setores financeiros e rentistas, que detêm mais dinheiro e ativos líquidos protegidos pela indexação com ganho real de renda, em detrimento da maioria da população formada por trabalhadores assalariados e pequenos empreendedores.

1.4 Considerações quanto à dívida pública

O crédito também é obtido pelo Estado e isso, em regra, não é por si só ruim; pode permitir que o poder público induza o investimento e gere desenvolvimento econômico, na linha do pensamento de Keynes. Numa primeira aproximação, entretanto, a obtenção de crédito pelo Estado, por meios usuais aos agentes privados, não parece lógica ou, ao menos, parece desnecessária. De um lado, ele tem o poder de exigir o pagamento de tributos de seus contribuintes. Com efeito, basta recordar, seguindo Max Weber, que, basicamente e sem aqui maiores aprofundamentos críticos, o ente estatal se caracteriza justamente pelo exercício soberano do poder legítimo, isto é, dominação³¹. Além disso, e como pontuamos anteriormente, a moeda não é necessariamente metálica ou lastreada em um bem físico. Aliás, segundo Keynes, é melhor que assim não seja, mas que haja espaço político para a administração de uma moeda sem lastro – uma moeda administrada. Isso ocorrerá, em maior ou menor grau, com base na legitimidade do Estado e na credibilidade do sistema bancário e econômico em seu conjunto, formado por agentes públicos e privados, tendo como base seus registros escriturais.

Sob essa ótica, e até certo ponto, nada impede que, a princípio, o Estado, construção histórico-social com legitimidade e soberania, emita moeda³² para atender às

³¹ Max Weber adota o conceito de “dominação” e não meramente de “poder”, pois o primeiro envolve não somente o exercício da força, mas a obediência, a aceitação por parte dos destinatários da ordem (WEBER, 1999, p. 33). Weber apresentou uma definição de Estado que se tornou clássica. Para ele, “a uma associação de dominação denominamos associação *política*, quando e na medida em que sua subsistência e a vigência de suas ordens, dentro de determinado território *geográfico*, estejam garantidas de modo contínuo mediante ameaça e a aplicação de coação *física* por parte do quando administrativo. Uma *empresa com caráter de instituição política* denominamos *Estado*, quando e na medida em que seu quadro administrativo reivindica com êxito o *monopólio legítimo* da coação física para realizar as ordens vigentes” (ibid., p. 34).

³² É importante destacar que a expressão “emitir moeda” não se confunde com “fabricar moeda” ou “cunhar moeda”. De acordo com o Banco Central, “deve-se ressaltar a diferença entre fabricação e emissão de moeda: a fabricação é um processo fabril de cédulas e moedas e a emissão é um processo econômico que resulta em

suas necessidades. Evidentemente, tal mecanismo não é ilimitado, tampouco imune a consequências. Sob o ponto de vista da moeda baseada na confiança e no crédito, conforme visto, o ideal é que tal emissão financie atividades produtivas aptas à produção de novos valores ou riquezas que, em seguida, aumentem o produto nacional e, assim, validem o processo marcadamente endógeno de criação monetária. Caso contrário, haverá aumento meramente nominal de moeda e de ativos financeiros líquidos, cujas consequências inflacionárias, ainda que não se parta estritamente de uma postura quantitativista, não podem ser subestimadas³³.

Se o Estado ou seus agentes, inadvertidamente, passam a utilizar-se de modo inconsequente dessa prerrogativa de emissão monetária, logo a sociedade se dará conta da inviabilidade e da insustentabilidade do processo, de tal forma que a credibilidade – e mesmo a legitimidade do poder – inerente à moeda como fenômeno ou relação social desaparecerá.

Assim sendo, um meio ou artifício mais sofisticado à política econômica – notadamente às políticas monetária e fiscal –, e que é realmente empregado com muita intensidade nas economias contemporâneas, consiste na utilização da dívida pública como mecanismo não somente de financiamento estatal, mas também como instrumento de administração da moeda, ou seja, instrumento de política monetária³⁴, notadamente por meio do que se costuma denominar operações de mercado aberto ou *open market*³⁵.

Nesse sentido, ao invés de simplesmente emitir moeda, o Estado toma empréstimos junto aos demais agentes econômicos, o que, no plano fiscal, garante-lhe a obtenção de recursos, bem como, do ponto de vista da política monetária, enxuga a liquidez do sistema financeiro. Neste último plano, os títulos da dívida interna, em um sentido bem amplo de qualquer obrigação, ainda que instrumentalizada por operações

crescimento da oferta monetária, tanto física (cédulas e moedas) quanto escritural (Reservas Bancárias)” (BCB, 2016b). Conforme veremos mais detalhadamente em seguida, por meio da análise de L. Randall Wray, o ato mais original que permite a emissão monetária é a soberania do Estado que lhe permite cobrar impostos e “creditar reservas ao sistema bancário” (WRAY, 2002, p. 203).

³³ Ver supra. Cf. também Wray, 2002, p. 201.

³⁴ Conforme expõe Guilherme Pedras, seriam, segundo a literatura econômica, quatro os objetivos básicos “pelos quais é economicamente justificável a existência de dívida pública: (i) financiar o déficit público; (ii) propiciar instrumentos adequados à realização da política monetária (no caso específico da dívida interna); (iii) criar referencial de longo prazo para o financiamento do setor privado (...); (iv) propiciar a alocação de recursos entre gerações (...)” (PEDRAS, 2009, p. 58). No momento, trataremos dos objetivos (i) – financiamento – e (ii) – realizar a política monetária. No capítulo 4, notadamente nas seções 4.1 e 4.2, o objetivo (iii) – criar um referencial de juros – também será abordado. Nesse trabalho, por questões de delimitação do tema, não adentraremos o objetivo (iv) – alocação intergeracional de recursos.

³⁵ Para Carvalho *et al.*, “as operações de mercado aberto são – na prática – o instrumento mais eficaz para a realização do gerenciamento de liquidez de que dispõe o Banco Central, já que opera diretamente sobre as reservas bancárias” (CARVALHO *et al.*, 2015, p. 195).

compromissadas, outros certificados ou mesmo depósitos remunerados no Banco Central, são, portanto, instrumentos das chamadas monetização, desmonetização e esterilização dos meios de pagamento³⁶, de tal sorte que sua utilização, além de afetar a estrutura da dívida pública (política fiscal), promove mudanças no volume de dinheiro em circulação, com potenciais efeitos sobre a inflação e sobre o aquecimento ou desaquecimento da economia (política monetária).

Mais precisamente, na linha da abordagem teórica de Larry Randall Wray, emitir moeda e tomar empréstimos não são os atos estatais que, *previamente*, ensejam o gasto público, que, na visão do autor, decorre de sua soberania, que lhe permite cobrar impostos e “creditar reservas ao sistema bancário” (WRAY, 2002, p. 203). Na sua visão:

Qualquer Estado soberano que tenha capacidade de impor passivos tributários inevitáveis será capaz de: emitir moeda fiduciária; determinar de forma exógena as taxas de juros do overnight; realizar gastos deficitários, comprando bens e serviços, por meio de créditos nas reservas bancárias. Tal Estado nunca precisará fazer empréstimos prévios a seus gastos, ainda que, caso deseje manter as taxas de juros do overnight em nível positivo, precise oferecer alternativas rentáveis para as reservas excedentes que não rendem juros. Isso não significa que o gasto deficitário seja sempre desejável ou que os impactos de déficits ou baixas taxas de juros sobre as taxas de inflação interna ou de câmbio devam ser ignorados pelo Estado. (Ibid., p. 207)

Finalmente, segundo Wray, muitas nações teriam “optado” por não exercer o poder soberano, ao “fixar suas taxas de câmbio, emitir títulos da dívida pública denominados em moeda estrangeira, ou operar com o *currency board*” (ibid., p. 207). Apesar de considerarmos que a expressão “optar por não exercer a soberania” seja um pouco exagerada, pois há fortes pressões geopolíticas, o fato é que o próprio autor tende a excluir desse conjunto de nações que podem exercer tal “opção” os países latino-americanos, cuja perda da soberania monetária está intimamente relacionada ao poder geopolítico norte-americano (cf. ibid. p. 209-210). Ao longo dessa exposição, é possível verificar que o Brasil não adotou a dolarização (como ocorreu na Argentina), mas, de forma peculiar, indexou boa parte de sua dívida a taxas pós-fixadas de apenas um dia (taxa Selic *over*), que se manteve elevada, a pretexto de combater a inflação, garantindo, assim, um piso seguro acima da paridade internacional de juros para seus credores.

³⁶ Carvalho *et al.* apresentam e exemplificam os termos: “Operações que aumentam o estoque de meios de pagamento são chamadas de operações de *monetização* da economia. Um banco central pode, eventualmente, se ver obrigado a comprar dólares. Entretanto, não desejaria monetizar a economia. Então, vende títulos ao público em magnitude idêntica à operação de compra de divisas internacionais que está obrigado a realizar. Esta operação, simultaneamente, amplia e enxuga meios de pagamento da economia. Tal operação casada, que evita que a economia seja monetizada, chama-se operação de *esterilização* (CARVALHO *et al.*, 2015, p. 22).

1.4.1 Mercado de reservas bancárias

Nesta subseção, será exposto, em linhas gerais, como funciona o mercado de reservas bancárias, o mercado aberto ou *open market*.

Os bancos realizam entre si operações de curtíssimo prazo de reservas bancárias para ajustar suas posições ao final de cada dia útil. Caso terminem o dia com um nível de reservas aquém daquele compulsoriamente requerido pela autoridade monetária, sujeitam-se aos custos decorrentes do redesconto³⁷. Caso terminem o dia com reservas acima dos níveis necessários para atender suas exigências de encaixe legal e técnico³⁸, os bancos sofrem com o custo de oportunidade por não terem aplicado esses valores em ativos rentáveis. Portanto, os superavitários emprestam aos deficitários nas operações de um dia (*overnight*), isto é, nas operações de mercado aberto. Essas operações entre bancos privados no *open market* não afetam, sozinhas, o volume de reservas – trata-se do mercado secundário de reservas bancárias –, o que depende também da participação da autoridade monetária – enquanto ofertante no mercado primário de reservas.

Partindo de um modelo mais simples, as operações no mercado de reservas entre os bancos sequer precisam de títulos públicos como garantia. Bastaria transacionar obrigações privadas, como, por exemplo, CDIs custodiados e liquidados em sistemas como a CETIP. Porém, no contexto econômico-monetário atual, tais operações são realizadas utilizando-se títulos públicos como garantia. Quaisquer títulos públicos, teoricamente, servem como garantia, pois eles representam uma redução do risco *vis-à-vis* o risco privado das instituições bancárias. Não é necessário que a remuneração pactuada entre os bancos na operação de mercado aberto seja a mesma remuneração estabelecida para o título público que lhe dá garantia. Por exemplo, um banco pode tomar emprestado no *open market* uma quantia de outro banco mediante uma taxa de juros de um dia, dando como garantia um título público lançado pelo Tesouro a outra taxa de juros e com outro vencimento.

³⁷ Operações de redesconto ou de assistência financeira de liquidez são empréstimos concedidos pelo Banco Central às instituições financeiras participantes do mercado de reservas (cf.: BCB - glossário; CARVALHO *et al.*, 2015, p. 190). O modelo atual das operações de redesconto no Brasil “tem um caráter limitado e desencorajador em função das taxas de juros cobradas, o que requer um papel mais ativo das operações de mercado aberto no gerenciamento da liquidez” (CARVALHO *et al.*, 2015, p. 192).

³⁸ Os depósitos, encaixes ou reservas *compulsórias* “são determinadas pelas autoridades monetárias, que estabelecem um percentual dos depósitos a vista a ser recolhido ao Banco Central”; já as reservas, depósitos ou encaixes *técnicos* são de outra natureza, pois decorrem da busca dos próprios bancos em mantê-los num nível que considerem seguros, “de modo a garantir a manutenção das suas operações de saques quotidianamente” (CARVALHO *et al.*, 2015, p. 9).

Essas operações são chamadas de operações compromissadas. São vendas (compras) de títulos com compromisso de recompra (revenda). Ou, na prática, trata-se de um empréstimo em que um título de outra relação econômico-financeira cumpre o papel de garantia (ou lastro) ao pagamento da dívida (cf.: BCB, 2012, p. 15; MENDES, 2016, p. 4). Como mencionado, são utilizados, via-de-regra, títulos públicos porque eles representam uma segurança maior do que títulos privados.

Até esse ponto, nada há de muito complexo. Tais operações financeiras de um dia, quando limitadas aos agentes bancários privados, não afetam, em si mesmas, a dívida pública, apenas utilizam como garantia títulos públicos que já circulam no mercado secundário.

Entretanto, a compreensão se torna mais complexa quando se introduz a autoridade monetária, ou seja o Banco Central, como um participante especial no mercado de reservas bancárias. Se o nível da taxa de juros do *open market* dependesse apenas da atuação dos agentes privados, ela flutuaria de forma mais intensa e inconstante, de acordo com as relações econômicas da sociedade e suas alterações, que impactariam a demanda de moeda junto aos bancos e, conseqüentemente, suas contas de reserva bancária. Mas, nos sistemas econômicos contemporâneos, dentre os quais o brasileiro, o mercado aberto é utilizado como o instrumento por excelência de política monetária pelo Banco Central.

Sendo assim, a autoridade monetária, com o objetivo de aproximar a taxa de juros do mercado aberto àquela que entende mais adequada à execução da política monetária, ingressa ativamente nesse mercado de reservas, quer para promover o enxugamento quer para promover o aumento da liquidez. No regime de metas para a inflação (RMI), isso significa levar a taxa do *open market* à meta estabelecida de acordo com as decisões tomadas em reuniões do Comitê de Política Monetária do Banco Central (COPOM/BCB).

Para tanto, o Banco Central pratica operações de mercado aberto, tal como aqueles pactuados entre os bancos privados entre si; porém, com outro objetivo, que não o de simplesmente ajustar posições ativas e passivas, mas de intervir no rumo das taxas de juros, em execução à política monetária adotada. No caso da institucionalidade brasileira atual, o Banco Central utiliza-se também das operações compromissadas, com títulos emitidos pelo Tesouro Nacional³⁹. Essas operações compromissadas do Banco Central apresentam diferentes prazos de vencimento, mas ainda assim curtos em comparação aos

³⁹ A Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) – Lei Complementar nº 101/2000 – vedou, em seu artigo 34, ao Banco Central emitir títulos próprios a partir de dois anos da publicação da referida lei, isto é, a partir de 05/05/2002 (cf.: BRASIL, 2000; ARAÚJO, 2002, p. 15).

títulos públicos emitidos pelo Tesouro⁴⁰, cujo objetivo é, ou ao menos deveria ser, outro – o de regular a política monetária – que não o de simplesmente financiar o Estado.

E, nesse caso de atuação do Banco Central, o Estado brasileiro, ainda que não emitindo novos títulos (sejam do Tesouro ou do próprio Banco Central), passa a assumir obrigações financeiras junto aos agentes econômicos privados, o que impacta a dívida pública (no conceito DBGG – Dívida Bruta do Governo Geral)⁴¹. Ao longo desse estudo, veremos que aumentou o financiamento tomado pelo Banco Central via operações de mercado aberto, notadamente a partir de meados da década de 2000.

É justamente a média das taxas de um dia praticadas no mercado de reservas bancárias (em operações compromissadas com títulos públicos), no sistema chamado SELIC, que se denomina taxa Selic diária, taxa Selic *over*, taxa Selic efetiva, taxa *overnight* ou, ainda TMS (taxa média Selic). De acordo com o Banco Central, é “a taxa média ajustada dos financiamentos diários apurados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC) para títulos federais” (BCB, 1999)⁴².

Outro elemento complicador da situação ocorre quando o próprio Estado, em seu conjunto (Tesouro e Banco Central), passa a se financiar diretamente por meio de dívida indexada à taxa Selic, isto é, quando ele não mais se obriga financeiramente a essa taxa de modo ocasional, simplesmente no âmbito da política monetária, para pontualmente promover o encaminhamento da taxa de juros para a meta desejada. Mas, ao contrário, quando passa a financiar-se de um modo geral por meio de dívida indexada, de capitalização diária e a juros elevados. Veja-se que nada obriga o Estado, sobretudo o Tesouro Nacional, a endividar-se por meio de contratos ou títulos indexados a essa taxa média diária. Aliás, do ponto de vista da política fiscal e da gestão da dívida pública, o melhor é que a composição da dívida não seja formada majoritariamente por títulos pós-

⁴⁰ Em abril de 2015, o prazo médio das operações compromissadas do Banco Central era de 27 dias, conforme Salto & Ribeiro (2015).

⁴¹ “A DBGG considera, além dos títulos do financiamento mobiliário do Tesouro Nacional, as operações compromissadas realizadas pelo Banco Central, abrangendo, assim, toda a dívida mobiliária federal em mercado” (BCB, 2016, p. 14).

⁴² Tecnicamente, nos termos ao artigo 1º da Circular BCB nº 3.671/2013, “para fins de cálculo da Taxa Selic são consideradas as operações de compra e venda de títulos federais com compromisso de revenda assumido pelo comprador conjugado com compromisso de recompra assumido pelo vendedor para liquidação no dia útil subsequente, que tenham por contratantes: I – dois participantes distintos do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC); ou II – um participante e um cliente de participante, desde que os contratantes tenham liquidantes distintos no Selic”. E, de acordo com o parágrafo único do mesmo artigo, em que é mencionado que “não integram o universo referido no caput as operações compromissadas a termo, as registradas em data posterior àquela em que efetivamente realizadas, as com taxas pós-fixadas e as que objetivem o acesso temporário a títulos específicos” (BCB, 2013).

fixados, muito menos por títulos de capitalização diária, pois comprometem a qualidade da dívida pública.

No caso brasileiro, como os juros do *overnight* são elevados e flutuam consideravelmente ao longo do tempo, isso imprime um risco a mais, além de uma piora no perfil de nossa dívida pública. O serviço da parcela da dívida pública indexada à Selic aumenta automaticamente com o aumento da Selic *over*, o que, por sua vez, ocorre após uma decisão do Copom pelo aumento da taxa-meta Selic, conforme apresentado mais detalhadamente no capítulo 4.

Entretanto, como consta da abordagem histórica no capítulo 3, o Estado brasileiro adotou essa prática de manter elevada parcela da dívida pública indexada à taxa Selic. Nossa história de riscos associados à inflação, juros elevados e guinadas na política econômica tornaram o setor público um grande tomador de recursos a essas taxas flutuantes e de capitalização diária. Em outras palavras, o Estado brasileiro passou a assumir o risco de taxa de juros, um risco de mercado, fornecendo *hedge* aos agentes privados.

Em cenários de maior estabilidade e de queda na taxa de juros, tal prática não levaria a consequências graves, podendo, em certos casos, até reduzir a dívida pública, pois o Estado deixaria de pagar um prêmio sobre a taxa básica, o que ocorre quando emite papéis prefixados mais longos. Mas, diante da instabilidade macroeconômica, de bruscas alterações na taxa de juros, e de uma condução de política monetária ortodoxa que fixa a elevação desses juros como remédio contra a inflação, gerando também recessão, tal perfil de dívida pública se mostra perverso, significando uma privatização dos ganhos e uma socialização dos riscos e prejuízos.

1.4.2 Indexação financeira

A indexação financeira no Brasil é a indexação de obrigações financeiras à taxa média Selic, ou seja, à taxa média praticada em mercado aberto⁴³. Observe-se, que, de

⁴³ Dentre os autores que se utilizam da expressão “indexação financeira”, podemos citar: Mendonça de Barros, que relembra que as então LBCs criadas pelo Banco Central, em seguida substituída pelas LFTs, incorporavam “formalmente o conceito da *indexação financeira*”, cuja variação do valor de face “estava vinculada à taxa média de juros nas operações de um dia no sistema Selic” (BARROS, 1993, p. 17, g.n.); Bacha & Oliveira Filho, que definem tais títulos como aqueles que apresentam “taxa de juros flutuante (também chamados títulos pós-fixados ou títulos de *indexação financeira*), cujos preços são reajustados diariamente de acordo com a taxa Selic” (BACHA & OLIVEIRA FILHO, 2007, p. 24, g.n.); Lara Resende, que intitulou um artigo com esse nome, isto é, o artigo “Em defesa dos títulos de *indexação financeira*”

início, um agente privado, sobretudo um agente bancário, é quem pode ter interesse em garantir a outro agente privado essa proteção mediante cláusula indexadora. Por exemplo, um banco pode, de um lado, conceder empréstimos a um cliente mediante taxas pré-fixadas e mais elevadas, em contratos mais longos, e, de outro, captar recursos, tomar empréstimos, de outros clientes a taxas pós-fixadas, mais baixas e de prazos mais curtos (ou com liquidez imediata, como ocorre no Brasil). O *spread*, e portanto o ganho do banco, reside justamente nessa arbitragem.

Contudo, nada obriga o Estado a assumir compromissos financeiros, sobretudo de parcela considerável do total de sua dívida, em taxas pós-fixadas, menos ainda em taxas pós-fixadas de capitalização diária e juros reais elevados. O Estado, dado seu poder e sua legitimidade, tem em tese como obter a maior parcela de seus recursos, se não por simples emissão monetária, por meio de títulos pré-fixados de prazos maiores e taxas de juros mais baixas, utilizando-se de taxas pós-fixadas apenas se e à medida que, do ponto de vista da gestão da dívida pública, tal estratégia se revelar mais vantajosa. Ainda que o Estado o faça, nada o obriga que esse título seja emitido com capitalização diária nem que o Estado deva necessariamente recomprá-lo sempre que pressionado por seus credores.

Porém, como será abordado mais adiante, o Brasil, nos anos 1980, teve praticamente a integralidade de sua dívida mobiliária interna atrelada ao *overnight*. E, mesmo hoje, passados anos do controle inflacionário, ainda mantém mais de um terço de sua dívida bruta do governo geral (DBGG) indexada à taxa Selic⁴⁴. Também é possível verificar que é em grande parte por conta de nossa política monetária ortodoxa, que busca o controle inflacionário por meio de elevadas taxas de juros e sequer demonstra preocupação com o nível da atividade econômica, que os títulos de indexação financeira se

(RESENDE, 2007, p. 219-227, g.n.); Oliveira & Carvalho, que também adotam a expressão, como no artigo “Indexação Financeira e Comportamento Pró-Cíclico da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna no Brasil”, em que defendem que “a *indexação financeira* dificulta, quando não impede, uma gestão anticíclica da política fiscal” (OLIVEIRA & CARVALHO, 2010, p. 16, g.n.); Oliveira, que se aprofunda na origem e consequências dessa indexação (OLIVEIRA, 2010); Luiz Fernando de Paulo & Manoel Carlos de Castro Pires, que sugerem “fazer uma espécie de ‘faxina’ nos resquícios da *indexação financeira*, que vem desde os tempos da alta inflação, procurando-se acabar com a existência de títulos indexados à taxa Selic (...)” (PAULA & PIRES, 2012, p. 191-200, g.n.) O termo também aparece na imprensa especializada, como, por exemplo, na matéria “Coutinho: Brasil tem problema de *indexação financeira*”, em que se noticia participação do então presidente do BNDES, Luciano Coutinho, em Seminário promovido pela Revista *The Economist*. (ASSIS, 2012, g.n.).

⁴⁴ Na DBGG, estão também as operações compromissadas do Banco Central, que, apesar de não serem propriamente “indexadas” à taxa Selic, são justamente os instrumentos utilizados pela autoridade monetária para levar a taxa de mercado aberto para a taxa-meta Selic. Portanto, são incluídas como dívida indexada à Selic no atual conceito de DBGG (cf.: BCB, 2012; NAKANO, 2014; SALTO & RIBEIRO, 2015; LOPREATO, 2015, p. 29; OLIVEIRA, 2015, p. 125). Este assunto é retomado ao longo deste trabalho.

mantêm como um atrativo para diversas carteiras de aplicações, tal como fundos de investimento e até mesmo fundos de previdência, dentre outras.

1.4.3 O Estado como ambiente de disputa política pela renda e a dívida pública

Convém manter em perspectiva que Estado e sociedade, ou Estado e indivíduos que o compõem, apesar de juridicamente distintos, não são realidades apartadas. O Estado é uma ficção jurídica, uma construção histórico-social que movimenta politicamente o sistema econômico, mas o faz, obviamente, por meio da participação dos indivíduos e das classes que o compõem, sendo que estes atuam de acordo com seus diferentes interesses e posturas, tanto políticas quanto econômicas. Nesse sentido, o Estado e suas instituições – das quais, para os nossos fins, cabe destacar os órgãos ou entidades de direção e execução econômica, tais como os três Poderes constituídos, o Banco Central, o Tesouro Nacional etc. – são o ambiente político por excelência, sem excluir outros, no qual os diferentes atores sociais e econômicos disputam por seus interesses, dentre os quais obter a maior proporção possível da renda nacional.

Tomadas em consideração essas premissas básicas para a compreensão do que se segue, pode-se dizer que, quanto à dívida pública, ou o crédito obtido pelo Estado, o problema se apresenta quando o endividamento, via emissão de títulos públicos ou outras formas, transforma-se num mero circuito a proteger os rentistas e os setores financeiros, garantindo e transferindo-lhes a renda nacional, em detrimento dos demais setores econômicos. Títulos públicos e operações compromissadas, de curtíssimo prazo, vinculados à taxa Selic, com juros reais elevados, liquidez imediata e baixíssimo risco, corroboram para essa anomalia. Ou seja, o conjunto do sistema financeiro e rentista brasileiro não apresenta grande interesse em conceder crédito, sobretudo de longo prazo, ao setor produtivo⁴⁵. Pode simplesmente emprestar ao Estado, mediante a compra de títulos públicos de curto prazo, em que são marcantes as LFTs, o que lhe garante retorno sem risco e liquidez imediata.

Além disso, convém também relembrar, de passagem, que nossos bancos costumam praticar outras operações, notadamente de curto prazo, junto a consumidores e empresários, quase sempre a juros exorbitantes. Inseridos nessa letargia, que lhes é

⁴⁵ Os juros pagos pelo Estado (quando não se prestam a novos investimentos produtivos) e os pagos pelos consumidores se enquadram na definição de “juros não produtivos”, caso se ingresse na discussão acerca da “substância” ou da “natureza” dos juros. Nesse sentido, ver Schumpeter, 1988, p. 117.

lucrativa, os organismos financeiros deixam até mesmo de cumprir a Constituição que, em seu artigo 192⁴⁶, diz expressamente que o sistema financeiro deve contribuir para o desenvolvimento e servir aos interesses da coletividade. Conforme relembra Ladislau Dowbor, “assistimos a uma violação dos objetivos da nossa lei maior” (DOWBOR, 2015, p. 22) e, infelizmente, “o dilema está no fato de que a deformação financeira gera a sua própria legalidade” (id., 2013, p. 26).

Apesar de, em tese, tal financiamento público poder ser utilizado em canais de investimento e geração de renda, a forma como tal mecanismo se opera, via criação de direitos de crédito extremamente líquidos e com consideráveis juros reais positivos, sem risco, tem servido, na prática, para transferir a renda arrecadada compulsoriamente do conjunto da sociedade – sobretudo dos mais pobres, pois a carga tributária tende a ser regressiva – para os setores cuja renda é majoritariamente obtida pelos juros da dívida pública.

A propósito, estudo da CEPAL, cujo título é “A hora da igualdade”, dentre outros temas, destaca, na América Latina, o caráter regressivo de nossa carga tributária, ainda muito concentrada sobre o consumo e o trabalho, com diversos tributos indiretos, estando também ausentes mecanismos eficazes de redistribuição da renda (CEPAL, 2010, p. 225-237). No Brasil, em que pese a carga tributária maior em relação à média da América Latina, o caráter regressivo também se impõe (cf.: HICKMANN *et al.*, 2013, DOWBOR, 2013, p. 23-24) e, não se pode perder de vista, o mecanismo que transfere renda dos impostos para os agentes financeiros e demais detentores de renda majoritariamente proveniente de juros agrava tal situação regressiva.

A obtenção de ganhos por poder lançar mão de instrumentos como as LFTs e congêneres, notadamente quando a expectativa é de aperto monetário, é obtida de modo imediato, em patamar elevado e sem riscos consideráveis. A tudo isso se soma a maior capacidade das classes mais abastadas em escapar da tributação, seja por meios lícitos ou ilícitos. Tanto é assim que François Chesnais chega ao ponto de considerar que “a dívida pública sempre teve por origem as relações de classe e o poder político que permitem aos

⁴⁶ “Art. 192. O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram” (BRASIL, 1988). Todos os incisos e parágrafos do artigo 192, que fixavam parâmetros para o funcionamento do sistema financeiro foram suprimidos pela Emenda Constitucional nº 40/2003 (BRASIL, 2003). O Congresso Nacional e o Poder Executivo permanecem inertes em grande parte da tarefa de regulação do sistema.

ricos escapar amplamente, ou mesmo quase completamente, dos impostos” (CHESNAIS, 2005, p. 39). Enquanto isso, “qualquer assalariado tem o seu imposto declarado por seu empregador e não tem como sonegá-lo”. E, o consumidor, em especial o trabalhador, que precisa despendar praticamente toda sua renda em consumo, e “que compra um alimento no supermercado, com imposto incorporado, tampouco tem como fugir” da tributação (DOWBOR, 2013, p. 55). Além disso, os custos cada vez mais elevados do serviço da dívida, aliados às dificuldades políticas de tributar os mais ricos, reduzem a capacidade de o Estado assumir seus deveres sociais (SAWAYA, 2015, p. 8).

Essas formulações teóricas expostas nesse capítulo, fundamentadas em parte no pensamento de Keynes e dos assim chamados pós-keynesianos, permitem-nos antever, de um ponto de vista mais crítico, o problema de uma economia, tal como a brasileira, que mantém parte de sua dívida pública indexada à taxa média Selic, com juros reais positivos, liquidez imediata, além de baixo risco de crédito e de mercado. Tal prática distorce a curva de juros que deveria premiar a renúncia à liquidez, mantendo em posição confortável e segura quem simplesmente detém o privilégio de abster-se do consumo e do investimento.

CAPÍTULO II – O CONTEXTO GLOBAL EM QUE O BRASIL SE INSERE

Para considerar a questão histórica que será abordada no capítulo 3, é importante partir inicialmente de uma contextualização do processo de financeirização da economia mundial. Ainda que brevemente, esse enfoque da perspectiva internacional permite compreender melhor que o processo de intensificação financeira no Brasil, ainda que apresente peculiaridades, não é um fenômeno isolado. Ao contrário, reflete o movimento mundial de protagonismo financeiro, sobretudo após o fim do modelo original de *Bretton Woods*.

É relevante analisar alguns aspectos do fenômeno da retomada gradual dos fluxos financeiros no mundo e seus impactos no Brasil, decorrentes de medidas que culminaram na abertura econômica dos anos 1990, mas, ao final, procurando-se apontar que tais aspectos, na economia nacional, acentuam-se por tratar-se o país de uma economia com juros elevados e franca abertura para operações de curto prazo e que, além disso, mantém-se com uma considerável indexação financeira. Essa característica do quadro econômico brasileiro contribui para uma excessiva volatilidade dos preços, em que o sistema, além de propício a operações de arbitragem, é guiado pelo mercado especulativo, de curto prazo, em detrimento de avaliações e operações mais pautadas no desenvolvimento de longo prazo.

É trazida, para fins de contextualização, uma brevíssima apresentação do processo de abertura econômica, globalização e financeirização que marcou o mundo do final do século XX, apenas com o intuito de melhor contextualizar o cenário no qual se processa a financeirização contemporânea da economia. Esse cenário, pelo qual o Brasil evidentemente não passa imune, ajuda a compreender os efeitos da manutenção de operações de curtíssimo prazo, indexadas à taxa Selic, mesmo após a abertura econômica e o fim da alta inflação, enquanto instrumentos que facilitam a especulação e a arbitragem. Também permitirá compreender melhor os danos da volatilidade e os riscos de fugas de capitais em momentos de crise, bem como algumas questões relativas à manutenção das reservas internacionais, mesmo sob um regime de câmbio flutuante.

2.1 Um breve panorama das finanças mundiais no Século XX: o ressurgimento dos fluxos livres de capitais

Nesta seção, o objetivo é compreender, de uma perspectiva internacional, a financeirização que se intensificou no mundo, sobretudo a partir da década de 1970, a fim de se estabelecer um paralelo com o que ocorreu em nosso ambiente doméstico. Assim ficará mais claro que o fenômeno da emissão de títulos públicos, de um *open market* desenvolvido e, sobretudo, o próprio aumento da dívida pública são expressões desse novo contexto macroeconômico mundial que paulatinamente tomou corpo ao redor do mundo. Com efeito, a liberalização financeira gradualmente readquiriu protagonismo, com forte movimentação de capitais financeiros ao redor do globo, cujas consequências de volatilidade dos preços e da instabilidade econômica são marcantes.

Além disso, mais especificamente, essa seção permitirá entender, sobretudo quando analisada em conjunto com os elementos de nossa economia, como a existência de ativos de indexação financeira (extremamente líquidos e sem riscos significativos de mercado, de crédito e de liquidez), tal como as LFTs – um resquício do cenário anterior à abertura financeira dos anos 1990 –, contribuem para a instabilidade e a volatilidade na economia brasileira, notadamente nas crises.

Enfim, consta da seção seguinte que é em grande parte para evitar o risco de fuga de capitais que os países emergentes, como o Brasil, acabam acumulando excessivas reservas em moeda estrangeira, principalmente em dólar. Tal fenômeno impõe ao país a necessidade de arcar com o diferencial entre os nossos juros internos, que são mais elevados, e os juros dos países desenvolvidos, que atualmente são muito baixos, ou mesmo negativos⁴⁷, principalmente quando mantém sua moeda sobreapreciada em relação ao dólar⁴⁸.

A crise econômica de 1929 foi um marco na compreensão da necessidade de regulação do sistema financeiro. Antes de eclodir a crise, o mundo experimentava uma primeira versão de liberalização econômica, em que as potências mundiais da época

⁴⁷ Esse tema envolve a taxa de juros implícita, que corresponde à “taxa média de juros nominal incidente sobre a Dívida Líquida do Setor Público” (BCB, 2012, p. 23, g.n.). Ou seja, toma em conta tanto as despesas quanto as receitas com juros. Para um estudo aprofundado, ver Carvalho *et. Al.*, 2016.

⁴⁸ Se houver uma depreciação do real frente ao dólar, há uma melhora na situação das reservas, quando consideradas em reais, o que melhora, deste ponto de vista, o resultado do Banco Central (LEISTER & MEDEIROS, 2016, p. 127; CARVALHO *et. Al.*, 2016, p. 560). Para um aprofundamento do tema, inclusive com a discussão quanto ao tratamento da variação cambial entre Tesouro e Banco Central, por força da Lei nº 11.803/2008, ver Leister e Medeiros, 2016, p. 127-151.

competiam por mercados ao redor do globo. Não se tratava do mesmo processo de globalização e financeirização que observamos nos dias de hoje (LACERDA, 2004, p. 18), mais precisamente a partir da década de 1970, mas, sem dúvida, o século XIX e o início do século XX foram caracterizados por um movimento de intensificação do comércio internacional, além do desenvolvimento da *haute finance* (cf.: POLANYI, 2000, p. 24-25, AGLIETTA, 2004, p. 101).

Porém, a I Guerra Mundial já expunha os sinais de esgotamento do modelo econômico hegemônico no século XIX, marcado pela ideologia do livre mercado, pelo padrão-ouro e pelas políticas imperialistas. Com a Crise de 1929, o recrudescimento dos protecionismos, a crise do padrão-ouro e, finalmente, com a II Guerra Mundial, o mundo foi marcado por enormes mudanças estruturais. A crença no livre mercado, autorregulável, que transformara o trabalho, a terra e o dinheiro em mercadorias, implicava, em contrapartida, instabilidades e problemas socioeconômicos e políticos – com desemprego e tensões de classe no âmbito interno, bem como crises nos balanços de pagamentos e rivalidades imperialistas no âmbito externo – e, diante disso, gerava a tentativa de proteção por parte dos diversos setores da sociedade contra as próprias consequências desse mercado autorregulável. Esses fatores, internos ao próprio sistema econômico, ensejaram sua crise (cf. POLANYI, 2000, p. 246-247 e 256-257).

Esse período turbulento da primeira metade do Século XX, no que concerne ao comércio global, caracterizou-se, após inúmeras crises e tentativas de solução, por políticas econômicas que, ao final, por volta dos anos 1930, enveredaram para as denominadas *beggar-thy-neighbour policies*, por meio das quais cada país, isoladamente, procurava defender-se com condutas discricionárias de cunho protecionista, notadamente por meio da fixação da taxa cambial, a fim de beneficiar-se em detrimento dos demais (cf.: EICHENGREEN, 2012, p. 128 e 257; ONU, 2009, p. 17)⁴⁹. Ocorre que tais políticas, no resultado agregado da economia mundial, geravam problemas ante a redução do comércio

⁴⁹ Evidentemente, para os propósitos específicos deste estudo, apresenta-se simplesmente uma contextualização das mudanças mais gerais ocorridas no sistema financeiro internacional. Para um aprofundamento dos períodos históricos marcantes, veja-se a obra de Eichengreen (2012), na qual o autor se debruça sobre as quatro eras “no desenvolvimento dos mercados de capital mundiais”, analisando minuciosamente cada uma delas. De um panorama mais geral, ao tratar das quatro eras, Eichengreen diz o seguinte: “Antes da Primeira Guerra Mundial não existiam controles sobre as transações financeiras internacionais e os fluxos de capital internacionais alcançavam níveis elevados. O período entre as guerras mundiais assistiu ao colapso desse sistema, à imposição generalizada de *controles de capital* e ao declínio do movimento internacional de capitais. O quarto de século seguinte à Segunda Guerra Mundial foi, então, marcado pelo progressivo relaxamento dos controles e pela recuperação gradual dos fluxos financeiros internacionais. O período mais recente – a partir da década de 1970 – assinala novamente uma fase de elevada mobilidade de capital” (EICHENGREEN, 2012, p. 23).

internacional e da demanda agregada (ONU, 2009, p. 17). Simonsen, referindo-se ao Brasil dos anos 1930, mencionou que “intervencionismo e nacionalismo eram reações naturais numa época de colapso tanto da economia de mercado quanto dos sistemas de cooperação internacional” (SIMONSEN, 1995, p. 14).

Embora não seja objetivo do presente trabalho debruçar-se sobre o período anterior a 1964, data de implementação do PAEG, a ser abordado no capítulo 3, essa brevíssima contextualização internacional nos permite, quanto ao cenário interno brasileiro, recapitular que foi naquele período que o país implementou medidas que mais tarde (no PAEG, em 1964) foram justificativas para a criação da correção monetária. Estamos nos referindo às regras criadas pela denominada Lei da Usura (Decreto 22.626/1933) e pelo Decreto 23.501/1933 (proibição da “cláusula ouro”).

A primeira regra “proibiu a estipulação, em quaisquer contratos, de taxas de juros superiores a 12% ao ano” (SIMONSEN, 1995, p. 14), ou, mais precisamente, vedou a estipulação de juros superiores ao dobro da taxa legal (Quadro 2). A segunda, por sua vez, tornava nula qualquer estipulação de pagamento em ouro ou em moeda estrangeira que tentasse limitar o curso forçado da moeda nacional (ibid.). Os longos considerandos do Decreto 23.501 exemplificam bem o contexto da época (ver Quadro 3). Quanto à nulidade de estipulação de contratos em ouro ou moeda estrangeira, em que pese a revogação do Decreto 23.501, a regra persiste nos moldes e exceções do Decreto-Lei 857/1969.

Quadro 2 – “Lei” da Usura

Pela redação do Decreto nº 22.626/1933, formalmente em vigor até hoje, fica vedada a estipulação de juros “superiores ao dobro da taxa legal”. Como a taxa legal, à época, era de 6% ao ano, de acordo com o Código Civil de 1916 (arts. 1062 e 1063), os juros não podiam superar 12% a.a.. Atualmente, a questão jurídica é complexa, pois o atual Código Civil (de 2002), em seu artigo 406, estipula como taxa legal aquela “que estiver em vigor para a mora do pagamento de impostos devidos à Fazenda Nacional”. Como atualmente os impostos são atualizados pela taxa Selic, abre-se margem à interpretação de aplicação dessa taxa para os contratos. Além disso, há diferenças nas regras de limites de juros e de indexação à Selic para relações econômicas caso se enquadrem ou não como operações do Sistema Financeiro Nacional. Caso se enquadrem, permitem-se juros acima dos legalmente fixados, bem como a sua capitalização na forma composta (“juros sobre juros”). Trata-se de tema intrincado, objeto de longa discussão judicial (cf. BRASIL, 1933, 1963, 1964, 1976, 1995, 1995b, 2001, 2002 e 2009).

Fonte: BRASIL, quadro elaborado pelo autor.

Quadro 3 – Decreto nº 23.501 de 1933

DECRETO N. 23.501 – DE 27 DE NOVEMBRO DE 1933

Declara nula qualquer estipulação de pagamento em ouro, ou em determinada espécie de moeda, ou por qualquer meio tendente a recusar ou restringir, nos seus efeitos, o curso forçado do mil réis papel, e dá outras providências

O Chefe do Governo Provisório da República dos Estados Unidos do Brasil, usando das atribuições que lhe confere o art. 1º do decreto n. 19.398, de 11 de novembro de 1930, e

Considerando que é função essencial e privativa do Estado criar e defender sua moeda, assegurando-lhe o poder liberatório; Considerando que é atribuição inerente à soberania do Estado decretar o curso forçado do papel moeda, como providência de ordem pública;

Considerando que, uma vez conferido ao papel moeda o curso forçado, não pode a lei que o decretou ser derogada por convenções particulares, tendentes a ilidir-lhe os efeitos, estipulando meios de pagamento que redundem no repúdio ou na depreciação desta moeda, a que o Estado afiançou poder liberatório igual à metálica;

Considerando que o § 1º do art. 947 do Código Civil, como disposição geral destinada à perpetuidade, não colide com a existência, por sua natureza transitória, do curso forçado, mas enquanto este perdura não pode aquele ser aplicado;

Considerando que em quasi todas as nações tem sido decretada a nulidade da cláusula ouro e de outros processos artificiosos de pagamento, que importem na repulsa ao meio circulante ;

Considerando que, além dos países cujos sistemas monetários sofreram profundo abalo, pela desvalorização quasi total de sua moeda fiduciária, a França, a Inglaterra e os Estados Unidos adotaram rigorosas medidas, entre as quais muitas das abaixo prescritas, para evitar, ou sustar, a depreciação de sua moeda papel;

Considerando que em França, mesmo antes da lei de 25 de junho de 1928, a jurisprudência, desde 1873, se firmara pela nulidade da cláusula ouro, por contrária à ordem pública, no regime do curso forçado, exceto para os pagamentos internacionais, como se deduz e verifica dos arestos da Corte de Cassação, de 11 de fevereiro de 1873, 7 de junho de 1920, 23 de janeiro de 1924, 9 de março de 1925, 15 de abril de 1926, 17 de maio de 1927 e 13 de junho de 1928;

Considerando que também se manifesta contrária à cláusula ouro a jurisprudência inglesa, cujo aresto mais recente é da Court of Appeal de Londres, que, em abril do ano corrente, mantendo a sentença da High Court of Justice, no caso Feist v. The Company, decidiu que a Societé Belge d'Electricité poderia pagar "em qualquer moeda legal" as suas obrigações de 100 libras, declaradas nos títulos "libras peças de ouro esterlino da Inglaterra, iguais ou equivalentes em peso de ouro fino às de 1 de setembro de 1928";

Considerando que os Estados Unidos, pela Joint Resolution, sancionada a 6 de junho último, declaram nula qualquer cláusula que faculte ao "credor o direito de exigir o pagamento em ouro ou determinada espécie de moeda ou em soma equivalente de dinheiro dos Estados Unidos, calculada sobre tal base", e determinaram que "qualquer obrigação anteriormente contraída, embora nela se contenha semelhante disposição, será resgatada pelo pagamento dólar por dólar, em qualquer moeda metálica ou papel de curso legal";

Considerando que providências dessa natureza, tomadas pelo Estado no exercício de suas funções soberanas, e por altas razões de ordem pública, não podem deixar de abranger nos seus efeitos as convenções anteriores à publicação da lei;

Considerando que é geral a retroatividade de tais medidas, como se verifica da Joint Resolution supra-citada; do decreto alemão de 28 de setembro de 1914, quando prescrevi que "as convenções celebradas antes de 34 de julho de 1914, e pelas quais o pagamento devia ser efetuado em ouro, cessam até nova ordem de obrigar as partes"; do decreto belga de 2 de agosto de 1914; da lei rumena de 21 de dezembro de 1916; da lei grega de 21 de julho de 1914; da lei búlgara, de 12 de maio de 1921, e do decreto francês, de 18 de setembro de 1790, que assim dispunha: "todas as somas por estipulação pagáveis em espécie poderão ser pagas em assinados ou promessas de assinados, não obstante todas as cláusulas ou disposições em contrário";

Considerando, portanto, que não pode ter validade legal, no território brasileiro, qualquer cláusula, convenção ou artifício, que vise subtrair o credor ao regime do papel moeda de curso forçado, recusando-lhe ou diminuindo-lhe o poder liberatório integral, que o Estado em sua soberania lhe conferiu;

Considerando que o contrário seria admitir a possibilidade de convenções de Direito Privado derogarem leis de Direito Público ;

DECRETA:

Art. 1º É nula qualquer estipulação de pagamento em ouro, ou em determinada espécie de moeda, ou por qualquer meio tendente a recusar ou restringir, nos seus efeitos, o curso forçado do mil réis papel.

Art. 2º A partir da publicação deste decreto, é vedada, sob pena de nulidade, nos contratos exequíveis no Brasil, a estipulação de pagamento em moeda que não seja a corrente, pelo seu valor legal.

Art. 3º O presente decreto entrará em vigor na data de sua publicação, devendo seu texto ser transmitido aos interventores para publicação imediata, revogadas as disposições em contrário, incluídas as de caráter constitucional.

Rio de Janeiro, 27 de novembro de 1933, 112º da Independência e 45º da República.

GETULIO VARGAS.

Oswaldo Aranha. / José Americo de Almeida / Joaquim Pedro Salgado Filho. / Francisco Antunes Maciel / Afranio de Mello Franco. / Washington Ferreira Pires / Augusto Ignacio do Espirito Santo Cardoso. / Protogenes Pereira Guimarães. / Juarez do Nascimento Fernandes Tavora.

Fonte: Brasil (1933b).

Ou seja, a economia mundial, em particular a do Brasil, migrara de um modelo de maior liberalização e desregulamentação, para um modelo significativamente mais fechado do que o observado na virada do século. De qualquer forma, foi a partir dessa crise do liberalismo, em especial a Crise de 1929, que os países passaram a analisar com mais cuidado os aspectos regulatórios para impedir, de um lado, excessos nos fluxos especulativos de capital – com significativo impacto de desestabilização econômica – sem impedir, de outro, o desenvolvimento econômico em nível mundial.

Um primeiro movimento político com o escopo de reordenar os sistemas financeiros, mas não de caráter global, foi o *New Deal* norte-americano, sob a presidência de Franklin D. Roosevelt. Dentre as inúmeras medidas, destacava-se a edição da *Glass-Steagall Act*, lei por meio da qual, em 1933, separavam-se bancos comerciais de bancos de investimento. Em âmbito mundial, a solução possível ao impasse gerado pela economia em crise foi o Acordo de *Bretton Woods*, de 1944, que, dentre virtudes e defeitos, ao menos conferiu certas regras que abriram espaço para os subsequentes Trinta Anos de Ouro, em que a economia se desenvolveu de forma menos instável e com melhoria na proteção social. O Acordo se pautou em regimes de câmbio fixo e no controle de capitais (cf.: DOWBOR, 2015, p. 35; PIKETTY, 2014, p. 100-102; OLIVEIRA *et al.*, 2008, p. 204 e 210).

Entretanto, com o decorrer dos anos, equívocos e contradições no regramento estabelecido em *Bretton Woods*, relacionados ao padrão-dólar-ouro, levaram ao seu colapso. Nesse sentido, é interessante levar em consideração o chamado Dilema ou Paradoxo de *Triffin*, segundo o qual a dependência do regime de *Bretton Woods* à moeda norte-americana levava, ao mesmo tempo, a um aumento na demanda e nos saldos em dólares pelos demais países, como também, por outro lado, a uma desconfiança cada vez maior dos atores econômicos na efetiva capacidade de os Estados Unidos assegurarem a paridade entre o dólar e suas reservas em ouro (cf.: OLIVEIRA *et al.*, 2008, p. 206; ONU, 2009, p. 109 e 115; CARVALHO, 2004, p. 61)⁵⁰. Some-se a isso a própria existência, dentro do modelo, de exceções ao controle do fluxo de capitais, cuja maior expressão se encontrava na *City* de Londres, a partir de 1958, que acabava funcionando como uma

⁵⁰ A crise do padrão dólar-ouro, do ponto de vista teórico, relaciona-se intimamente com a impossibilidade de existência de uma mercadoria que desempenhe satisfatoriamente o papel de moeda, tal como visto no primeiro capítulo deste trabalho, na esteira do pensamento de Keynes. Cabe lembrar que, à época do Acordo de *Bretton Woods*, a proposta de Keynes, que envolvia a criação de uma moeda escritural internacional (o Bancor) – e que era mais complexa e rica que a proposta norte-americana (proposta White) – não prosperou por questões políticas (cf. CARVALHO, 2004, p. 56-59).

offshore, “com estatuto próprio, próximo ao de um paraíso fiscal”, que operava o mercado de eurodólares (CHESNAIS, 2005, p. 38).

A partir dos anos 1970, o sistema original do Acordo de *Bretton Woods* se dissolveu com o fim do padrão dólar-ouro, quando o então Presidente Richard Nixon rompeu com a exigência de emissão de dólares lastreada nas reservas em ouro junto ao *Federal Reserve* (FED), em 1971 (cf.: OLIVEIRA *et al.*, 2008, p. 209; SERRANO, 2002, p. 249). É interessante observar que, mesmo com o fim do padrão dólar-ouro, a moeda norte-americana ainda se constitui até hoje como a grande referência em termos internacionais, exercendo a “vantagem da dominância”, em decorrência da importância econômica dos EUA (EICHENGREEN, 2011, p. 122-125). Porém, com o fim do regime originalmente estabelecido em *Bretton Woods*, abre-se margem, gradativamente, ao maior fluxo de capitais ao redor do mundo. Com tais alterações, verifica-se, a partir de então, um aumento na volatilidade de preços e fluxos de capitais, sendo marcante, a propósito, a brusca alteração e queda do fluxo do financiamento externo para o Brasil após o aumento brutal da taxa de juros norte-americana, no final da década de 1970.

Foi a partir dos anos 1980 e 1990 que se assistiu a um processo de intensificação da liberalização e financeirização em âmbito mundial, com o aumento considerável dos fluxos de capital especulativo. Ganhava cada vez maior hegemonia o pensamento do que veio a denominar-se Consenso de Washington, em que a abertura dos mercados, o câmbio flutuante e a desregulamentação financeira passaram a ditar o funcionamento econômico mundial (LACERDA, 2004, p. 61-78). Esse movimento ganhou força com o fim da Guerra Fria e a chamada onda neoliberal (SILVA, 2013, p. xix).

Nesse contexto, novos protagonistas econômicos, notadamente as grandes instituições financeiras globais, passam a, cada vez mais, demonstrar sua força. Desde os anos 1980 e a administração Ronald Reagan, nos Estados Unidos, a *Glass-Steagall Act* começou a sofrer um processo de enfraquecimento e, com o passar do tempo, já sob a administração Clinton, em 1999, revogada, sendo substituída pela lei *Gramm-Leach Bliley* (CARVALHO *et al.*, 2015, p. 240-242). Essa revogação abriu margem, agora de modo pleno, aos grandes bancos universais, que passaram a gozar da liberdade de conduzir as mais diversas operações bancárias e financeiras, tais como as praticadas com o uso de derivativos, atuando, de um lado, como bancos de investimento, que se envolvem em tais operações arriscadas, sem deixar de atuar, de outro, como bancos comerciais e agentes

aptos a captar depósitos do público (cf.: ONU, 2009, p. 66; BROWN, 2013, p. 8 e 339, DOWBOR, 2015, p. 24).

De acordo com Antonio Corrêa de Lacerda, a financeirização das economias capitalistas contemporâneas “extrapolou as fronteiras geográficas dos países, configurando-se num fenômeno internacional, que foi ampliado pela liberalização dos mercados cambiais e pela desregulamentação dos fluxos de capitais” (LACERDA, 2004, p. 9). Segundo Thomas Piketty:

De maneira geral, desde os anos 1970-1980, assiste-se a um potente movimento de financeirização da economia e da estrutura dos patrimônios. Isto é, o volume de ativos e passivos financeiros detidos pelos diferentes setores (famílias, firmas, governo) se expandiu ainda mais intensamente do que o valor líquido dos patrimônios. O total dos ativos e passivos financeiros não superava quatro a cinco anos da renda nacional na maioria dos países no início da década de 1970. No começo dos anos 2010, eles passaram para dez a quinze anos da renda nacional com uma frequência cada vez maior (sobretudo nos Estados Unidos, no Japão, na Alemanha e na França), e até mais de vinte anos no Reino Unido, um recorde absoluto. Isso reflete a evolução sem precedentes das participações cruzadas entre empresas financeiras e não financeiras de um mesmo país (e, em particular, um inchaço considerável dos balanços bancários, sem qualquer relação com o crescimento das posições proprietárias ou ‘fundos próprios’), bem como da participação cruzada entre países. (PIKETTY, 2014, p. 191)

Com essas breves considerações acerca do contexto mundial em que surgiu e se desenvolveu o mercado brasileiro de títulos públicos, verifica-se que, em nosso ambiente doméstico, a ideologia do livre mercado se desenvolveu *pari passu* com as mudanças ocorridas na estrutura econômica internacional. Apesar de nossas diversas peculiaridades, conforme veremos ao longo desse trabalho, sendo a indexação financeira justamente uma dessas peculiaridades, o fato é que a intensificação de operações financeiras com títulos públicos se insere numa nova lógica do capital global, em que elas passam a ditar, em grande medida, o funcionamento econômico. Não se está a dizer com isso que a indexação de títulos públicos à taxa Selic seja consequência da financeirização. Ao contrário, a indexação da dívida pública à taxa do *overnight* é um resquício de período anterior à abertura econômica dos anos 1990, mas que assume um caráter específico diante do novo contexto mundial, no qual o Brasil eleva seus juros reais e passa a atrair capital volátil de curto prazo também de agentes estrangeiros.

2.2 Abertura Econômica no Brasil: globalização no final do Século XX

Ao analisar o percurso histórico da economia brasileira ao longo da segunda metade do século XX, com o desenvolvimento de um mercado de títulos públicos que culminou, ao final, com a indexação financeira dos anos 1980, tema do capítulo 3, é importante considerar que tal processo não se tratou, certamente, de um fato isolado de nossa economia. O processo gradual de ressurgimento dos fluxos financeiros e de seu protagonismo da economia, o que inclui a dívida pública, consubstancia-se em um fenômeno global, cujos impactos também foram sentidos no Brasil, inobstante com respostas próprias. Após a abertura econômica dos anos 1990, estruturas institucionais brasileiras anteriores a esse período, que permitiam a indexação de ativos financeiros, exercem um papel no financiamento público, conforme veremos ao longo deste trabalho.

Convém relembrar que, no campo econômico e político, conforme já mencionada, ganhava cada vez maior hegemonia o pensamento do denominado Consenso de Washington, em que a abertura dos mercados, o câmbio flutuante e a desregulamentação financeira passavam a ditar o funcionamento econômico mundial⁵¹. A Queda do Muro de Berlim como símbolo do fim da Guerra Fria e do triunfo do capitalismo apontava que as forças políticas contrárias à intervenção estatal e simpáticas ao livre-mercado ganhavam terreno em governos e parlamentos, seja em detrimento das economias planificadas dos países do bloco socialista, em colapso, seja em contraposição às próprias ideias keynesianas que, poucos anos antes, eram majoritárias nos países capitalistas, mas que, enquanto vinculadas a modelos ortodoxos (keynesianismo ortodoxo ou velho keynesianismo), entraram em declínio, à medida que não respondiam mais às crises econômicas, além de se confrontarem com as cada vez mais influentes escolas monetarista e novo-clássica (SILVA, 2013, p. xix)⁵².

⁵¹ Conforme veremos adiante, inicialmente o Brasil adota um regime de âncora cambial e de bandas cambiais; após, a partir de 1999, um regime de câmbio flutuante.

⁵² A crise do keynesianismo em sua vertente ortodoxa, baseada sobretudo no modelo IS/LM de Hicks não significa a crise do pensamento keynesiano. “*So even given that there were significant deficiencies in the orthodox Keynesian framework that required new thinking, the issues that concerned Keynes have not disappeared*” (SNOWDOW & VANE, 2005, p. 147). A vertente do keynesianismo ortodoxo começou a mostrar-se insuficiente à solução dos problemas econômicos sobretudo a partir da estagflação após o primeiro choque do petróleo, corroborando para o prestígio, inicialmente, do Monetarismo e, após, da Escola Novo-clássica. “*Undoubtedly the influence of Friedman’s (1968a) paper was greatly enhanced because he anticipated the acceleration of inflation that occurred during the 1970s as a consequence of the repeated use of expansionary monetary policy geared to an over-optimistic employment target. The failure of inflation to slow down in both the US and UK economies in 1970-1971, despite rising unemployment and the subsequent simultaneous existence of high unemployment and high inflation (so-called stagflation) in many countries, following the first adverse OPEC oil price (supply) shock in 1973-4, destroyed the idea that there might be a*

Além de todo o processo de desenvolvimento do mercado financeiro e, mais especificamente, do mercado de títulos públicos, o Brasil, ao final do século XX, no bojo dessas profundas mudanças econômicas e políticas no cenário mundial, ainda sofrendo as consequências de sua crise da dívida externa, iniciou um processo de abertura de sua economia (LACERDA, 2004, p. 61-68). Esse processo criou “as pré-condições para as alterações postas em prática, de início com certa timidez, no final da década de 1980, e com maior ênfase a partir da década de 1990” (ibid., p. 64). Aliás, os países latino-americanos, de um modo geral, ainda às voltas com suas crises de dívida e alimentando-se cada vez mais de um discurso (neo)liberal, que rotulava como ineficientes e ultrapassadas as tentativas de desenvolvimento econômico por meio de planejamento e presença direta do Estado, acabaram por inserir-se, ao longo sobretudo da década de 1990, de forma passiva nesse processo de globalização financeira⁵³.

E, mais tarde, ao longo dos anos 1990 e 2000, o mundo conheceu um intenso movimento de instabilidade financeira diante dos fluxos voláteis de capital. Essa proeminência dos mercados financeiros globais livres, autorregulados, sob o influxo de ideias econômicas avessas à efetiva regulação, contribuiu para crises como a mexicana (1994/1995), asiática (1997), russa (1998), brasileira (final de 1998) e argentina (2001), além de diversas outras oscilações graves que impactaram a renda e o emprego. Tratava-se de acontecimentos que envolviam a fuga de capitais e a volatilidade nos preços relativos, em especial nas *commodities* e no câmbio (cf.: ONU, 2009, p. 16, 26, 29, 81, 100, 111 e 129; AGLIETTA, 2004b, p. 12 e 32-41; quanto às *commodities*, cf. CARNEIRO, 2012, p. 24-27; quanto ao câmbio, cf. ROSSI, 2011, p. 34-47 e 2016, *passim*, PRATES & FARHI, 2009, p. 3).

Mesmo organismos como o Fundo Monetário Internacional (FMI), concebidos sob o Acordo de *Bretton Woods*, tornam-se então porta-vozes das políticas de livre-mercado e do discurso de mitigação dos controles e da regulamentação sobre os fluxos de capital (ONU, 2009, p. 92-93). Some-se a isso o impacto gerado por organismos

permanent long-run trade-off between inflation and unemployment” (SNOWDOW & VANE, 2005, p. 182). Para uma visão crítica tanto ao keynesianismo ortodoxo quanto ao monetarismo, ver Minsky (2013, p. 127-153 e 287-301).

⁵³ Nesse sentido, diferente dos países asiáticos, cuja inserção foi ativa. Nessa linha, é a abordagem de Carneiro (2012, p. 11-12), para quem: “A América Latina [...] optou por uma estratégia de rápida abertura e integração passiva que conduziu a uma re-especialização da sua estrutura produtiva com base em setores de alto conteúdo de recursos naturais e, em menor escala de trabalho, como no caso do México onde avançou a industrialização por *maquilas*. Enquanto na Ásia em desenvolvimento a manufatura mantinha o seu peso no PIB, crescendo, portanto, a taxas elevadas, na América Latina, cujas taxas de crescimento foram medíocres, a manufatura ainda perdeu participação no PIB em cerca de 10 pontos percentuais” (CARNEIRO, 2012, p. 12).

internacionais como a Organização Mundial do Comércio, cujo *General Agreement on Trade in Services* (GATS), aplicável aos serviços financeiros, também segue a linha da liberalização em âmbito global (cf.: ONU, 2009, p. 82 e 103; BOJIKIAN, 2015).

Dentre outros motivos, mas também em resposta a esse cenário de instabilidade financeira, países emergentes passaram a acumular grandes reservas, a fim de minimizar os efeitos da volatilidade e dos ataques especulativos sobre suas economias⁵⁴. Tal prática, apesar de necessária diante do contexto econômico e político internacional, corroborou para uma redução da demanda agregada, pois tais recursos permaneceram (e permanecem) aplicados em dívidas soberanas consideradas seguras, sobretudo em títulos públicos norte-americanos, deixando de contribuir para o investimento em produção e para atividades benéficas ao desenvolvimento, ao bem-estar e à melhoria do meio-ambiente ao redor do mundo (ONU, 2009, *passim*).

Além disso, essa prática do acúmulo excessivo de reservas se traduz, em última análise, sobretudo quando aliada à sobreapreciação cambial, em uma perversa transferência de renda dos países emergentes ou em desenvolvimento para os países desenvolvidos, dado o diferencial de juros entre a captação de recursos pelos emergentes, a juros mais elevados, e a remuneração pela aplicação nos títulos dos países desenvolvidos, cujos juros reais, por vezes, são negativos (cf. ONU, 2009, p. 27-28 e 110-113). Especialmente no Brasil, a entrada de divisas, aliada a uma política monetária focada exclusivamente no controle inflacionário por meio de juros elevados, provocou a esterilização desses recursos por meio do aumento de nossa dívida interna no conceito DBGG.

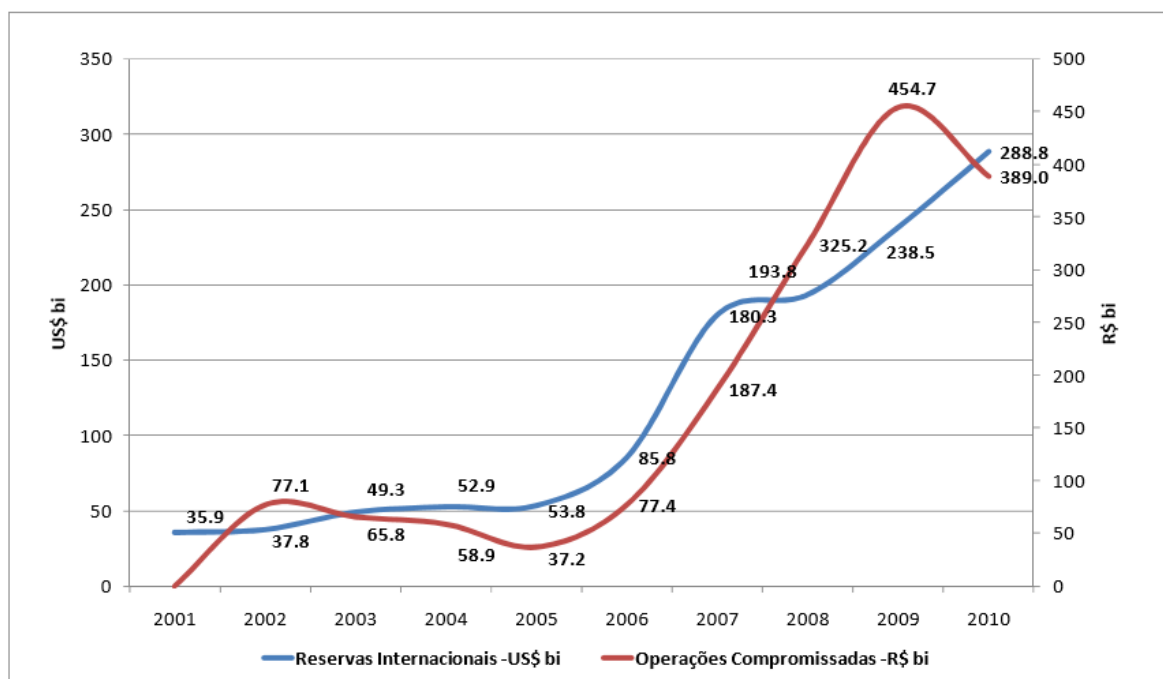
Sob o conceito de Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), que inclui as reservas internacionais, a dívida permanece constante, “dado que o ativo adquirido, reservas internacionais, anula o passivo emitido – título público [compromissadas]”. Entretanto, sob esse ponto de vista estático, não se considera “o diferencial entre a rentabilidade das reservas internacionais e o custo dos títulos emitidos, ou das operações compromissadas realizadas para sua aquisição” (LEISTER & MEDEIROS, 2016, p. 127 e 148; Cf. BCB, 2012, p. 9, 19, 22-3 e MENDES, 2016). Conforme esclarecem Gobetti & Schettini (2010, p. 25):

⁵⁴ O acúmulo de reservas, além de causado por juros elevados internos, decorre do contexto dos anos 2000, em que houve “grande influxo de investimento estrangeiro no país e (...) aumento nos preços dos principais produtos que compõem a pauta de exportações brasileiras” (STN, 2011, p. 5). Sendo assim, o governo acumulou “significativos montantes de reservas internacionais, tanto para criar um colchão de proteção diante das crises cambiais quanto, mais recentemente, para tentar conter a volatilidade e a apreciação do real diante do dólar” (GOBETTI & SCHETTINI, 2010, p. 19; cf. CARVALHO *et Al.*, 2016, p. 559-560).

do ponto de vista imediato ou estático, as operações compromissadas do Bacen não alteram o endividamento [DLSP] porque sua elevação sempre tem como contrapartida o igual enxugamento da base monetária. Do ponto de vista dinâmico, entretanto, a substituição de um passivo como a base monetária, sobre o qual o governo não paga juros, por outro passivo mobiliário, remunerado pela taxa Selic, impõe um custo para o Tesouro (GOBETTI & SCHETTINI, 2010, p. 25).

Tal mecanismo de política monetária – esterilização – é instrumentalizado, como indicado anteriormente, por meio das operações compromissadas do Banco Central (cf. LEISTER & MEDEIROS, 2016, p. 127 e 148), isto é, por meio de instrumentos de curtíssimo prazo atrelados à taxa Selic. Em outras palavras, o Brasil contrai dívida de curto prazo a juros elevados em troca de títulos de prazos mais longos e juros mais baixos, principalmente *US treasuries* (STN, 2011, p. 7)⁵⁵. O gráfico seguinte mostra que a contraparte do acúmulo de reservas foi o aumento do estoque de operações compromissadas vendidas ao mercado pelo Banco Central (ibid., p. 5-6).

Gráfico 1 – Reservas internacionais (US\$) X Operações compromissadas (R\$)



Fonte: BCB *apud* STN, 2011, p. 6.

Com isso, observa-se que a dívida pública contraída pelos países em desenvolvimento acaba, na prática, por fomentar acúmulo de reservas e não propriamente

⁵⁵ O prazo médio da carteira de ativos das reservas internacionais brasileiras gira em torno de dois anos, conforme relatório do Banco Central (2016c, p. 5 e 37). Em abril de 2015, o prazo médio das operações compromissadas do Banco Central era de 27 dias, conforme Salto & Ribeiro (2015).

permitir novos investimentos produtivos. Tal mecanismo mostra-se particularmente problemático quando se constata que, ao lado da sobreapreciação cambial e do diferencial entre os juros internos e externos, que impõem uma transferência da renda dos países periféricos para os desenvolvidos, os setores que mais pesadamente arcam com o pagamento desses juros dentro do país são os mais pobres. Isso se dá notadamente quando estes figuram em suas relações econômicas como trabalhadores e consumidores, haja vista o caráter regressivo de nosso sistema tributário, bem como maior capacidade dos mais ricos de escaparem da tributação, conforme visto na seção 1.4. Por outro lado, esse mecanismo interessa aos setores financeiros e aos credores do estado brasileiro, que obtêm tanto rentabilidade elevada quanto mantêm suas carteiras líquidas.

Essas circunstâncias parecem sugerir, conforme Bresser-Pereira (2005, p. 44), que a persistente rolagem de dívidas – em vez de sua quitação – parece interessar principalmente ao sistema financeiro brasileiro, que criou uma dependência em relação aos títulos do governo, por tratar-se de um ativo extremamente líquido e rentável. Dessa forma, a dívida bruta seria explicada também por esse componente financeiro, que, ao lado do vetor cambial e creditício, impulsionou as dívidas mobiliárias do TN e do Bacen para cima. (GOBETTI & SCHETTINI, 2010, p. 28).

É nesse cenário, portanto, com características tanto de sua própria condição de economia inserida nos dilemas latino-americanos, quanto de abertura a um mundo em transformação política e econômica, que o Brasil passa a permitir, cada vez mais, o ingresso de capital financeiro em seus mercados, bem como o acúmulo de dívida interna. Esse processo originou mercados, dentre os quais o de títulos da dívida pública, cujas características de volume, liquidez e operacionalização são importantes para compreender a financeirização de nossa economia.

Como ponto central dessa estrutura, figuram as Letras Financeiras do Tesouro e as operações compromissadas do Banco Central, sendo estas últimas intimamente relacionadas com as reservas internacionais, como visto nesta seção. Tais instrumentos não apresentam riscos consideráveis, permitindo, assim, uma atuação extremamente rápida dos agentes econômicos. Sob cenários de maior percepção de risco, e sobretudo diante de situações mais prementes de incerteza, títulos líquidos permitem e incentivam a imediata mudança de posição dos aplicadores, dada a ausência de riscos, o que, em casos mais graves, acelera a fuga de capitais. Trata-se, portanto, de um componente que aumenta a volatilidade dos mercados, exacerbando os efeitos negativos da financeirização. Conforme destaca Antonio Corrêa de Lacerda, nas crises, “os mercados ficam mais seletivos” e

diminuem “suas aplicações nos países considerados de maior risco”; tal fenômeno gera “especulação e instabilidade”, ao ponto de, por vezes, inviabilizar “o crescimento econômico sustentado” (LACERDA, 2004b, p. 38).

Tal característica do nosso quadro institucional ganhou contornos ainda mais intensos diante da isenção fiscal conferida aos aplicadores estrangeiros. Sob o fundamento de não serem bitributados, no Brasil e em seu país de origem, a Medida Provisória 281/2006, depois convertida na Lei nº 11.312/2006, reduziu a zero a alíquota do imposto de renda sobre seus rendimentos (cf.: BRASIL, 2006; BACHA & OLIVEIRA FILHO, 2007, p. 18; FIGUEIREDO & MEGALE, 2007, p. 172). Tais condições favoráveis aos estrangeiros em relação aos aplicadores nacionais, “contribui para explicar o forte aumento da participação [dos primeiros] (...) no mercado de títulos públicos [nesta] última década” (OLIVEIRA, 2015, p. 126). Entretanto, o tratamento diferenciado aos estrangeiros também é componente de volatilidade e de fuga de capitais em momentos de crise, quando a ausência de maiores riscos aos aplicadores e freios à retirada do capital aplicado privilegiam o rápido desmonte das operações financeiras.

São essas, portanto, as premissas, relacionadas às profundas alterações na economia mundial, importantes para ingressarmos, no capítulo 3, no estudo da formação do mercado de dívida pública indexada brasileiro. Por ora, o breve relato apresentado nesse capítulo tem o objetivo mais modesto de apenas contextualizar, em linhas gerais, o ambiente no qual o Brasil se insere. De qualquer forma, ele permite verificar que o Brasil, desde os anos 1930, apresentava uma legislação na qual estavam inseridas regras como a proibição de juros superiores a 12% ao ano (Lei da Usura) e a proibição de estipulação de contratos indexados ao ouro ou a moedas estrangeiras (proibição da cláusula-ouro).

Esse relato permite também antever que o mundo passou por profundas alterações ao longo da segunda metade do século XX, em que gradualmente as finanças readquirem protagonismo. É nesse contexto que, conforme veremos mais detalhadamente no capítulo 3, forma-se o mercado de títulos públicos brasileiros, bem como nosso mercado aberto. E, finalmente, a contextualização do cenário internacional apresentada nesse capítulo relembra-nos que, sobretudo no final do século XX, o Brasil reabre seu mercado financeiro ao mundo, ao mesmo tempo em que mantém o comportamento indexado de sua economia, em especial a indexação de parcela considerável da dívida pública à taxa Selic. Isso tudo aliado à acumulação de reservas internacionais e a uma política monetária de juros elevados e esterilização da liquidez (via operações compromissadas do Banco Central).

CAPÍTULO III – A DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA: SURGIMENTO DA CORREÇÃO MONETÁRIA E PROPAGAÇÃO DE UMA ECONOMIA INDEXADA

Neste capítulo, analisa-se historicamente a economia brasileira, cujo estudo se concentrará inicialmente no Programa de Ação Econômica do Governo (PAEG), instaurado após o Golpe civil-militar de 1964, especialmente para voltar-se à formação do mercado de dívida pública mobiliária federal interna. Após, o recorte histórico será o processo de crise econômica, intensificado, sobretudo, nos anos 1980, com o propósito de relembrar aspectos relativos ao surgimento da moeda indexada e da intensificação do processo inflacionário. Para subsidiar essa análise, alguns elementos pontuais da economia dos anos 1970, principalmente os relacionados à formação do mercado aberto, integrarão a exposição desse capítulo. Em seguida, destaca-se a manutenção da indexação financeira mesmo depois do Plano Real e da estabilização de preços (1994).

E, por fim, na seção final deste capítulo, apresenta-se a definição técnica dos ativos de indexação financeira, em que a existência das Letras Financeiras do Tesouro (LFTs) e das operações compromissadas do Banco Central assumem destaque. Essa seção trará, em termos conceituais e técnicos, o que afinal são os títulos de indexação financeira do ponto de vista das práticas de mercado. Com isso, conceitos tais como o de maturidade e duração (*duration*) serão introduzidos ao debate como forma de explicitar as razões pelas quais as LFTs e ativos congêneres se caracterizam como ativos peculiares que, além de não apresentarem risco de liquidez, tampouco apresentam risco significativo de mercado a seus detentores.

3.1 O PAEG e as ORTNs

Para compreender o processo de indexação da economia brasileira, que desembocou no início da segunda metade da década de 1980 em indexação financeira formal da dívida pública – com as então LBCs (Letras do Banco Central) e, após, com as LFTs (Letras Financeiras do Tesouro), ambas atreladas à taxa *overnight* –, é importante

partir de um momento histórico anterior, que foi o da implantação da correção monetária pelo Programa de Ação Econômica do Governo (PAEG), em 1964⁵⁶.

De fato, foi com o reconhecimento de uma inflação crônica, que afugentava os compradores voluntários de títulos públicos pré-fixados, que se criou o nosso hoje disseminado instrumento da correção monetária, bem como, à época, as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTNs), que denominavam tanto o índice criado quanto os títulos públicos indexados à inflação por meio deste índice (BARROS, 1993, p. 4-5), aos quais era acrescido um percentual de juros reais⁵⁷. Com elas, introduziu-se na economia “o conceito de juro real explícito, ao invés de juros nominais que embutiam uma estimativa de inflação futura” (BARROS, 1993, p. 9; cf. também OLIVERIA & CARVALHO, 2010, p. 9).

Dentre as justificativas da implementação da correção monetária em 1964, estava a tentativa de evitar as limitações impostas pelos decretos que impediam a estipulação de contratos em ouro ou moeda estrangeira (Decreto nº 23.501/1933) e que proibiam a fixação de juros acima de 12% ao ano (Decreto nº 22.626/1933), tal como exposto no capítulo anterior (cf. SIMONSEN, 1995, p. 32-33).

Obviamente, a correção monetária foi e, via de regra, ainda é um mecanismo geral na economia brasileira, não sendo restrito à remuneração dos títulos públicos⁵⁸. De um plano mais geral, a indexação fazia parte, de forma suplementar, do receituário ortodoxo de

⁵⁶ O contexto da época era a recente ruptura democrática, com a instauração de um regime militar que “aprofundou as características do modelo econômico dependente e associado ao capital estrangeiro e manteve a matriz industrial implementada com o Plano de Metas” (LACERDA *et al.*, 2013, p. 92). “O regime militar assumiu a direção do país, em 1964, com uma postura tecnocrática-modernizante, comprometida com a superação das políticas populistas de João Goulart, consideradas atrasadas e ultrapassadas. Apesar das críticas ao nacionalismo econômico do governo deposto, o novo regime manteria um discurso desenvolvimentista, comprometido com a retomada do crescimento econômico. A prioridade inicial do novo governo foi a normalização das relações com os organismos financeiros internacionais” (ibid., p. 97). A criação do instituto da correção monetária e os títulos indexados à ORTN entram justamente como instrumentos nessa busca de retomada de relações com os organismos financeiros e credores voluntários da dívida pública.

⁵⁷ De acordo com Mario Henrique Simonsen, criadas pela Lei nº 4.357/1964, as ORTNs apresentavam “valor nominal reajustado periodicamente (a cada trimestre civil, inicialmente, e todo mês, posteriormente) de acordo com coeficientes publicados pelo Ministério do Planejamento, prazos de vencimento de um a 20 (vinte) anos e juros (reais) de 6% ao ano” (SIMONSEN, 1995, p. 32). Cf. também: Araújo, 2002, p. 10-11; Loureiro & Barbosa, 2003, p. 9-11; Barros, 1993, p. 4-6. Para Simonsen, não teria sido objetivo inicial explícito da Lei 4.357 transformar a ORTN em indexador (unidade de conta), o que, de qualquer forma, acabou ocorrendo na prática (cf. SIMONSEN, 1995, p. 33-35).

⁵⁸ Observe-se que, mesmo atualmente, há uma série de regras indexadoras da economia, tal como, exemplificativamente, se observa em preços administrados, contratos de aluguel, reajustes escolares, salários, tributos e respectivas restituições, dívidas judiciais etc. Nada obstante, em outros setores, como nos balanços das empresas, tal prática não mais se verifica.

combate à inflação⁵⁹. Porém, para fins de delimitação da presente análise, cumpre enfocar mais especificamente a correção monetária como garantia dada aos credores da dívida pública.

A indexação dos títulos públicos surgiu como parte da proposta do PAEG que, dentre outros aspectos, engendrou uma reforma bancária e a criação do Banco Central, em substituição a então Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC). Porém, essa reforma não se processou de forma completa, mantendo-se uma estrutura com instituições exercendo ainda assim um papel ambíguo, notadamente o Banco Central e o Banco do Brasil. O Banco Central exercia, além das funções típicas de autoridade monetária, funções mais próprias de bancos comerciais ou de fomento; o Banco do Brasil, por seu turno, reteve funções de autoridade monetária – por intermédio, sobretudo, da chamada conta movimento⁶⁰ – o que lhe garantia poderes em muito exorbitantes aos de um banco comercial ou mesmo de um banco múltiplo. Tavares & Assis abordam com propriedade essa estrutura do sistema financeiro criada com a reforma bancária, no âmbito do PAEG:

A lei bancária criou uma autoridade monetária de dupla face, com papéis ambíguos. O Banco Central reteve, além das funções tradicionais de gestor da moeda e do crédito e de árbitro da liquidez, algumas linhas de crédito especial que dele fazem um banco de fomento. O Banco do Brasil, com sua estrutura clássica de banco comercial, reteve funções de autoridade monetária pela capacidade de expandir moeda através do crédito agrícola e da função mais ampla de caixa do Tesouro, apoiada numa chamada “conta movimento” no Banco Central, que é um registro contábil de suas posições ativas a descoberto (TAVARES & ASSIS, 1985, p. 67).

A exposição anterior torna-se muito interessante quando analisada em conjunto com o que foi exposto no capítulo primeiro, relativamente à criação endógena da moeda. Veja-se que, além da função de criação da moeda exógena, que seria aquela mais rígida e

⁵⁹ “Some monetarists (for example Friedman, 1974) have suggested that some form of indexation would be a useful supplementary policy measure to accompany the gradual adjustment process to a lower rate of inflation. It is claimed that indexation would reduce not only the cost of unanticipated inflation incurred through arbitrary redistribution of income and wealth, but also the output-employment costs that are associated with a reduction in the automatically decline as inflation decreased, thereby removing the danger that employers would be committed, under existing contracts, to excessive money wage increases when inflation fell. In other words, with indexation wage increases would be less rapid and unemployment would therefore rise by a smaller amount” (SNOWDOW & VANE, 2005, p. 184). O artigo de Milton Friedman a que Snowdow & Vane se referem é “Monetary Correction, a proposal for escalator clauses to reduce the costs of ending inflation”, em que o economista da Escola de Chicago cita expressamente o Brasil como exemplo de país onde, pelo seu conhecimento, a indexação foi levada mais longe, com a aplicação da correção monetária pelos bancos sobre aplicações e empréstimos (FRIEDMAN, 1974, p. 14).

⁶⁰ Na exposição de Casa, “a contrapartida da extinção da Superintendência Monetária e Creditícia (Sumoc), de responsabilidade do Banco do Brasil, veio por meio da Conta-Movimento. Conta esta que permitia ao Banco do Brasil zerar todo o seu *déficit* de caixa diário junto ao Banco Central, produzindo na realidade uma monetização deste *déficit* e uma fonte de recursos infinitos para o Banco do Brasil” (CASA, 2008, p. 6).

pretensamente exercida pela autoridade monetária, os autores destacam que a concessão do crédito agrícola, algo mais banal do ponto de vista da atividade bancária comercial, também tinha potencial de expandir a moeda. Esse tema amolda-se à perspectiva pós-keynesiana antes abordada, no sentido de que o sistema financeiro como um todo – tanto as autoridades públicas, normatizadoras e executoras da política monetária, quanto as próprias instituições privadas, no seu exercício cotidiano de concessão de crédito – acaba por criar moeda e demais ativos financeiros líquidos. E, no caso do Brasil da época, a situação de (des)controle monetário era ainda mais complexa, em razão da existência de um papel dual e ambíguo entre Banco Central e Banco do Brasil.

Porém, antes do PAEG e da Reforma Bancária, a situação não era menos problemática. De acordo com Simonsen & Campos (1974, p. 125), boa parte dos déficits era financiada “por empréstimos do Banco do Brasil ao Tesouro Nacional, e as raras emissões de títulos públicos costumavam revestir-se da forma esdrúxula de ‘empréstimos compulsórios’, cobrados como adicionais do imposto de renda”. Não faz parte do objeto dessa pesquisa regressar à época anterior ao PAEG para realmente verificar se certas condições e regras anteriores de financiamento público eram de fato ou não “esdrúxulas”, termo utilizado por Simonsen & Campos. Entretanto, é importante destacar, como exposto no capítulo 1, que as formas de obtenção de crédito pelo Estado não se reduzem à emissão de títulos securitizados, havendo importante papel político que, no fundo, diz respeito à soberania do Estado, nos limites de sua legitimidade.

Sob a ótica de André Lara Resende (1982, p. 781), a correção monetária naquele momento foi o que permitiu ao país financiar seus déficits por meio da venda de títulos públicos (as então criadas ORTNs) a credores voluntários, e não mais por mera emissão monetária. Para o autor, “a forma de financiamento do déficit foi substancialmente alterada (...)”. Ou seja, “desde 1960, o déficit era quase que integralmente financiado pelas emissões de papel-moeda”. E, já “em 1965, 55% do déficit foram financiados através da venda de títulos da dívida pública e, 1966, o déficit foi totalmente financiado pelos empréstimos junto ao público” (ibid.).

A emissão de títulos públicos com garantia de correção monetária, deve-se destacar desde agora, para evitar confusões no prosseguimento do texto, não corresponde à atual indexação financeira instrumentalizada sobretudo pela venda de LFTs; antes disso, correspondia aos atuais títulos indexados aos índices de preços, notadamente ao atual IPCA (NTN-B). De fato, trata-se de mecanismo que, em períodos de incerteza quanto à

inflação e maior percepção de risco pelos tomadores, já deveria ser, em tese, plenamente suficiente a garantir o financiamento público. Aliás, ao contrário das peculiares LFTs brasileiras, que, em rigor, não encontram comparação exata em outros países, os títulos vinculados a índices de preços são também emitidos por outras economias ao redor do mundo⁶¹.

De qualquer modo, as ORTNs foram as precursoras do desenvolvimento do mercado de títulos públicos e da indexação de nossa economia. Conforme Simonsen & Campos, “o mercado de títulos públicos renasceu com as Obrigações Reajustáveis e com as Letras do Tesouro Nacional, estas últimas abundantemente usadas nas operações de open-market” (SIMONSEN & CAMPOS, 1974, p. 146;. cf. também PIRES, 2004, p. 553).

A esse respeito, cabe ter em mente, na linha de exposição de Carlos Alberto Casa, que “em conjunto às ORTN, foi criada pelo Decreto-Lei nº 1079, de 29 de janeiro de 1970, a Letra do Tesouro Nacional (LTN)”. Para o autor, a finalidade das LTNs “era a de iniciar um processo de sintonia fina no ajuste da oferta de moeda, sobretudo no que dizia respeito ao impacto monetário das operações com títulos públicos federais”; as LTNs “foram criadas (...) com prazos de 42, 91 e 182 dias”. Segundo Casa, tais letras eram “mais apropriadas para as operações de mercado aberto. As LTN eram títulos prefixados e alguns mecanismos de subscrição compulsória e isenção fiscal garantiram a colocação desses títulos no mercado” (CASA, 2008, p. 8). Isto é, ainda não se tinha o arcabouço atual, em que tais títulos coexistem com títulos de indexação financeira, as LFTs, com indexação à taxa *over*, o que é uma particularidade do sistema brasileiro atual; tampouco as operações de mercado aberto, ainda embrionárias, eram instrumentalizadas pelas operações compromissadas nos moldes atuais.

Sob outro aspecto, não se pode perder de vista que a criação das ORTNs significou, historicamente, o primeiro reconhecimento mais evidente de que nossa

⁶¹ O que mais se aproximaria das LFTs seria, segundo Persio Arida, título então emitido pelo Governo italiano (CCTs), para superar crises de refinanciamento, que “rendia ao seu proprietário o valor acumulado da remuneração dos títulos semanais mais um *spread* (...)” e que, “embora não tenha defasagem zero de indexação, difere apenas marginalmente de uma LFT” (ARIDA, 2007, p. 234). Entretanto, evidentemente, não se pode comparar tal fenômeno com a indexação financeira persistente até hoje na economia brasileira, com liquidez imediata, sem risco de mercado, e com juros reais elevados, sobretudo quando se considera o contexto consideravelmente diferente da economia italiana, hoje, aliás, integrante da zona do Euro. Affonso Celso Pastore diz que “a ‘jabuticaba’ das LFTs é conhecida somente pelos brasileiros” (PASTORE, 2007, p. 265). Francisco Lopes vê as LFTs como “um caso extremo na categoria dos papéis com taxa de juros flutuante, chamados internacionalmente de “floaters” ou “floating rating instruments”, tanto que sua proposta de combate às LFTs atuais, como veremos ao final deste trabalho, parte justamente do alongamento da base de remuneração (ou capitalização) das LFTs, que deixaria de ser diária, para se tornar mensal, trimestral e assim sucessivamente (cf. LOPES, 2007, p. 335-336).

economia não conseguia financiar-se majoritariamente por papéis pré-fixados e construir, assim, uma curva de juros desses títulos públicos com prazos mais longos. A inflação levava os credores do Estado a somente adquirir voluntariamente títulos quando eles apresentassem cláusulas de indexação que os protegesse da corrosão inflacionária.

A correção monetária – ou a indexação à inflação – dos títulos públicos foi, por assim dizer, o primeiro paliativo para manter o financiamento público, diante do contexto político e macroeconômico da época, em que as exigências dos credores privados se colocaram de forma mais forte.

A abordagem crítica, no presente estudo, que classifica a correção monetária sobre a dívida pública como um paliativo ou um disfarce que não atacava a raiz do problema inflacionário, é importante para pontuar que esse problema não havia simplesmente desaparecido por uma brilhante solução engenhosa. A correção monetária não solucionou os problemas relacionados às expectativas quanto à aceleração inflacionária, em razão da qual o Estado não conseguia se financiar com papéis ou contratos pré-fixados. Não é o objetivo deste trabalho discutir a inflação, em si, mas é importante pontuar que a indexação da dívida pública, na época a índice de preços, era um sintoma de que o Estado não conseguia manter as expectativas quanto ao aumento da taxa de inflação, de modo a atrair os credores de papéis pré-fixados mais longos.

Com isso, procura-se desde logo fixar que, sob o ponto de vista das diferentes correntes de pensamento econômico, não há, atualmente, dissenso substancial acerca da distorção que significam a indexação de parcela significativa da dívida pública, sobretudo os atuais de indexação financeira, isto é, indexação à Selic, conforme será apresentado na sequência, como os principais mecanismos de financiamento da economia brasileira. O que suscita debates mais intensos são as diferentes causas e propostas de solução do problema. Essa discussão será exposta no decorrer deste estudo, mas, por ora, convém desde logo manter a ideia de que a correção monetária, e mais especificamente a indexação dos títulos públicos, é uma espécie de anestésico que alivia os sintomas, mas não “cura a doença”. Trata-se, na definição de Tavares & Assis, de se utilizar do chamado “jeitinho”, pois, conforme expõem os autores, “todo o edifício da dívida interna, pública e privada, originou-se daí, solidamente alicerçado no instituto da correção monetária – então celebrada como o *jeitinho* brasileiro de conviver com taxas elevadas de inflação” (TAVARES & ASSIS, 1985, p. 18).

O uso desenfreado da correção monetária e da indexação em geral nas relações econômicas, ao longo dos anos, acabou por gerar consequências até mesmo de inflação inercial, cujas teorias viriam a se desenvolver nos anos 1980, em artigos como de Bresser Pereira & Nakano (1984), Arida & Resende (1986) – sendo a primeira versão de 1984, apresentada em Washington, que consagrou o termo inflação inercial – e Lopes (1985). Nesses artigos, apesar de suas diferenças, reside a constatação da existência de um componente autônomo de inflação, uma “tendência inflacionária” (PAULANI, 1997, p. 164). Um mecanismo que, de início, gerava segurança a setores específicos (credores da dívida pública) provocou uma reação dos demais setores, que também atuaram politicamente, buscando defender-se, a fim de garantir, ou de tentar garantir, mecanismos de indexação para suas rendas.

Numa economia indexada, como a brasileira, todo choque de preços devido a fatores conjunturais e transitórios (queda de safras, alta do petróleo, etc.) tende a produzir um efeito permanente ao fixar um novo patamar de inflação, mais elevado, devido ao mecanismo de realimentação da correção monetária. É que os setores não atingidos pela primeira alta defendem sua renda ajustando os preços de seus bens e serviços aos novos custos; os novos preços afetam os custos dos setores onde se produziu a alta original, e uma nova onda de elevação de preços se tornará necessária para compensá-los, assim se generalizando o novo patamar de inflação. (TAVARES & ASSIS, 1985, p. 59)

Todavia, sobretudo no caso dos trabalhadores assalariados, observa-se, na prática, que nem todos os setores detinham poder suficiente para garantir suas rendas. A propósito do PAEG ora sob enfoque, é conhecida a consequência de concentração de renda provocada pelos mecanismos de correção monetária. Os trabalhadores, sem o mesmo poder político para pressionar o governo, acabaram por receber correções salariais apenas com base na previsão oficial de inflação, que era reiteradamente inferior à inflação efetiva. Para Resende, “como a previsão do ‘resíduo inflacionário’, ou seja, da inflação para o ano seguinte, que entrava na fórmula de reajuste salarial, era a previsão oficial que foi consistentemente inferior à inflação efetivamente ocorrida, o salário mínimo real médio era reduzido” (RESENDE, 1982, p. 777; cf. SIMONSEN, 1995, p. 4).

Essa constatação evidencia que, por trás da aparente neutralidade técnica das regras de indexação e de correção monetária, mantém-se, na realidade, o caráter essencialmente político de disputa pela renda, em que os setores mais fortes e com maior peso político – o que era, sobretudo, marcante em um regime de exceção – obtêm vantagem comparativamente aos mais marginalizados. O PAEG teria, segundo Lara

Resende, o ponto positivo de, na teoria, diagnosticar corretamente a inflação também como exteriorização de um conflito distributivo. Porém, incluindo outros ingredientes, esses ortodoxos, de austeridade fiscal pura e simples e de restrição monetária, o Programa provocou, na prática, a concentração da renda (RESENDE, 1982, p. 803).

Não se deve perder de perspectiva, porém, que o arcabouço teórico do PAEG provinha, em grande parte, do pensamento ortodoxo monetarista, razão pela qual enfatizava a necessidade de redução da oferta de moeda. Nesse sentido, é fundamental ter em mente o exposto no capítulo anterior, quanto ao novo contexto internacional que paulatinamente substituíra as regras anteriores oriundas da conformação inicial de *Bretton Woods* e de sua crise. Enfim, estava em gestação, ainda de modo incipiente nos anos 1960, nova estrutura política de relações econômicas, em que o capital financeiro voltaria, aos poucos, a predominar nas relações internas e externas dos países, o que se confirmaria mais tarde. Para Lacerda *et al.* (2013, p. 98):

O diagnóstico do processo inflacionário brasileiro era embasado na ortodoxia monetarista: o excesso de demanda seria causado pela monetização dos déficits públicos, pela expansão do crédito às empresas e pelos aumentos salariais superiores ao aumento da produtividade. Apesar de autores como Lara Resende procurarem distinguir aspectos não ortodoxos nesse diagnóstico, cabe registrar que o único fator que poderia não se enquadrar na ortodoxia era a proposta de uma estabilização a ser alcançada de forma gradativa: pretendia-se redução gradual do déficit público e da inflação, a qual deveria atingir 10% em 1966. A partir desse diagnóstico, foram implementadas ações que buscavam controlar as contas públicas, aumentando as receitas e reduzindo as despesas; foi, então, executada uma política monetária restritiva, com controle de emissão monetária e de crédito; e, especialmente, foi implementada uma dura política de contenção salarial. Essa política – uma derrota dos trabalhadores e assalariados em geral – acabou provocando um efetivo arrocho salarial, somente possível em um regime autoritário.

Sob a perspectiva do PAEG e da criação do mecanismo de correção monetária observa-se, portanto, o início do processo de indexação da economia brasileira. Para os fins aqui propostos, a garantia de indexação dos títulos públicos à inflação, por meio de um regramento mais benéfico que aquele conferido a outros setores econômicos, em especial aos setores não rentistas e politicamente mais fracos, aponta para uma maior proteção aos credores do Estado, em detrimento do conjunto da sociedade. Mas, o PAEG e a correção monetária ainda não significam o surgimento da indexação financeira nem uma opção pelo capital financeiro de curto prazo em detrimento do investimento de longo prazo, o que se tornará, com o decorrer dos anos, mais evidente.

3.2 Indexação e crise inflacionária

Na seção precedente, foi exposto o processo histórico de surgimento da indexação no Brasil, por meio da criação da correção monetária e das ORTNs, que garantiam os credores da dívida pública da inflação. Como mencionado, a indexação e os mecanismos de correção monetária não se resumiam aos títulos emitidos pelo Tesouro, mas é quanto a esses que recai mais propriamente a análise do presente trabalho, com o objetivo de percorrer a linha que vai do surgimento das ORTNs até as atuais LFTs de indexação financeira, de curtíssimo prazo, atreladas à taxa Selic *over*. Para tanto, passa-se agora ao período dos anos 1970 e, sobretudo, dos anos 1980, em que a indexação, já presente de forma intensa em vários setores da economia, torna-se não mais sinônimo de solução, mas objeto de críticas, por estar relacionada à inércia inflacionária brasileira. Nesta seção, será abordado, de forma mais genérica, o contexto histórico pós-PAEG, incluído os anos 1970 e 1980. Na seção seguinte, será retomado o mesmo recorte histórico, porém de forma mais *específica*, destacando a formação do mercado monetário (*open market*) no Brasil.

Passada a exposição sobre o PAEG e a criação da correção monetária, outro período histórico relevante para a compreensão do processo que culminou na indexação financeira se encontra justamente nos turbulentos anos 1980, em que a crise da dívida externa e os desajustes da balança de pagamentos e fiscal levaram a economia brasileira a uma situação crítica, de aceleração inflacionária e de encurtamento extremo dos prazos da dívida, cuja rolagem tornou-se diária.

A fim de compreender a crise dos anos 1980, convém destacar alguns antecedentes históricos do período do chamado milagre econômico dos anos 1968-1973, em que o endividamento externo provocou o início do processo que desembocou na, por alguns denominada, década perdida dos anos 1980. A literatura econômica reconhece, a par dos aspectos positivos representados pelos números do período do “milagre”, em que o PIB apresentou crescimento notório, os pontos negativos decorrentes do excesso de endividamento externo. Com efeito, uma das características marcantes do período “foi a presença de capital estrangeiro, na forma de investimentos diretos e, especialmente, por meio de empréstimos. A consequência desse endividamento seria a crise dos anos 1980” (LACERDA *et al.*, 2013, p. 104).

Para além da perspectiva de que o endividamento externo era condição ao crescimento naquele período, Paulo D. Cruz apresenta dados relativos ao balanço de

pagamentos para demonstrar que “a economia brasileira foi ‘capturada’, juntamente com várias outras economias, num movimento geral do capital financeiro internacional em busca de oportunidades de valorização” (CRUZ, 1984, p. 17-18)⁶². Com efeito, esse diagnóstico mostra-se consentâneo com o contexto mundial que expusemos no capítulo anterior – marcado pela crise do modelo original de *Bretton Woods* e pelo gradual aumento de importância do capital financeiro. Já no plano interno, que nos interessa mais especificamente, a correção monetária tomava proporções cada vez maiores, tanto que, para Tavares & Assis, “a arquitetura impressionista do ‘milagre’ econômico assemelhava-se a um castelo de cartas precariamente apoiado no sistema de crédito”, em que, no âmbito externo, apoiava-se na “abertura financeira da economia”. E, no interno, fundamentava-se “no instituto da correção monetária de ativos financeiros” (TAVARES & ASSIS, 1985, p. 33).

Ou seja, por trás da aparente solução técnica, ou tecnocrática, e engenhosa da correção monetária, a economia brasileira abriu margem, gradativamente, a um processo cada vez mais intenso de dependência financeira e de indexação de ativos. Evidentemente, a lógica predominante à época do Milagre Econômico e do II PND ainda era de empréstimos ao setor produtivo. Mas, nos anos 1970, já se vislumbra incipientemente que a forma prática e simples de atrair “investidores” por meio de mecanismo de proteção mediante cláusulas de indexação acabara por introduzir no país um movimento cada vez mais acelerado de competição dos diferentes setores e agentes econômicos pela proteção de suas rendas. E, pior do que isso, provocou o começo, ainda incipiente, do aprisionamento da economia num circuito meramente financeiro que progressivamente se descolava dos setores produtivos. O almejado alongamento da dívida, objetivo inicial do PAEG, entretanto, não ocorreu com tais mecanismos indexadores. Para Giuliano Oliveira:

Inicialmente aplicado aos títulos públicos, com o passar do tempo, o sistema de indexação foi estendido para outros diversos instrumentos financeiros, incluindo dívidas corporativas a partir da Lei de Reforma do Mercado de Capitais de 1965 (Lei n. 4.728) e de Resoluções emitidas pelo Banco Central, especialmente depois de iniciada a aceleração da inflação em 1974/75. Isso propiciou um crescimento rápido e substancial dos haveres financeiros líquidos em relação ao volume de haveres monetários no Brasil, bem como dos empréstimos do sistema financeiro em relação ao PIB, ante a proteção conferida pela correção monetária

⁶² Para Cruz, o que houve, à época, não foi resultado da contribuição de “poupanças externas”, mas “a convergência de uma situação de grande liquidez internacional com a de um ciclo expansivo interno onde a demanda por crédito em moeda doméstica exercida pelo setor privado crescia a taxas elevadas e onde as características institucionais do sistema financeiro interno faziam com que parcela crescente dessa demanda fosse atendida, independentemente do estado das contas externas, por operações que envolviam a entrada de recursos externos” (CRUZ, 1984, p. 18).

que estimulou o endividamento dos atores econômicos, incluindo o Governo, aumentando notadamente o crédito ao consumo. A existência de um ativo emitido pelo setor público e com proteção contra a inflação contribuiu, ainda, para centralizar a poupança financeira no Estado (...). Contudo, a reforma financeira foi mal sucedida no que tange à estruturação de um sistema de financiamento de longo prazo (...). (OLIVEIRA, 2010, p. 10)

Tal entendimento, notadamente no que concerne ao fracasso na tentativa de alongamento da dívida, que era uma das justificativas do PAEG, fica mais claro nos anos 1970, sendo compartilhado por autores como Cruz:

É sabido que as reformas financeiras de 1965/67, tidas como um marco na história recente do desenvolvimento financeiro brasileiro, fracassaram num ponto crucial, a saber, na montagem de instituições e de instrumentos privados voltados a dar suporte à formação de capital das empresas. [...] As razões apontadas pelos estudiosos vão desde a impossibilidade de desenvolvimento de ativos financeiros de longo prazo em economias cronicamente inflacionárias até a tradicional recusa do capital bancário brasileiro em participar de atividades de maior risco. (CRUZ, 1994, p. 72)

Realmente, convém manter sob perspectiva que os setores financeiros e superavitários, se observarem a possibilidade de obter rendimentos em operações de prazos mais curtos e riscos menores, não apresentarão de modo algum interesse em procurar rendimentos em operações mais arriscadas de longo prazo, que os obrigariam a analisar riscos e projetos. Essa, aliás, é a linha teórica observada nos pressupostos de Keynes, apresentados no primeiro capítulo, quando se observou que os agentes econômicos farão suas escolhas a partir da análise dos graus de liquidez (l) e das perspectivas de retornos envolvidas nas aplicações ($a + q - c$) (ver seção 1.3).

Sob o governo Geisel e as ambiciosas metas do II PND houve uma tentativa de promover, com o financiamento externo, o desenvolvimento produtivo do país, voltado à indústria de bens de capital e com as obras de infraestrutura, porém o cenário externo já era bem menos favorável. Tal período é ainda hoje objeto de discussão entre os economistas, haja vista que, de um lado, o endividamento externo se acentuou, mas, de outro, promoveram-se mudanças no parque produtivo brasileiro⁶³.

Entretanto, do ponto de vista da indexação da economia, combatê-la não estava dentre os objetivos da época e, portanto, não se promoveram mudanças com o propósito de

⁶³ Uma análise do período é encontrada em Batista (1987). Quanto às consequências do II PND nos anos 1980, em contraponto a uma análise apenas negativa, Barros de Castro & Pires de Souza apresentam dados e posição interessantes quanto à importância do II PND nos superávits comerciais dos anos 1980, ante as transformações estruturais na economia brasileira, em virtude dos investimentos em indústria de bens de capital e em infraestrutura (CASTRO & SOUZA, 1988).

extinguir ou mesmo reduzir o vício dos agentes no anestésico da correção monetária. Aliás, conforme relembra Julio Manuel Pires, “a despeito da existência de mecanismos mais adequados para o financiamento do déficit público”, a aceleração inflacionária nos anos 1970 e 1980 foi maior do que aquela observada nos anos 1950 e 1960; e “o processo de indexação disseminado desde a criação da correção monetária em 1964, por certo, teve um papel explicativo importante nessa diferença” (PIRES, 2004, p. 555).

Na passagem para os anos 1980, a crise da dívida externa era grave e a situação econômica, tanto interna quanto externa, também. Tentou-se, sem maiores preocupações, uma prefixação pura e simples da correção monetária; porém, obviamente, tal medida, sem qualquer esforço na compreensão mais aprofundada do problema que, aliás, só iria se tornar mais clara com o desenvolvimento das teorias sobre a inflação inercial e as diversas tentativas de combate à inflação, que precisavam atuar em várias frentes, não significou qualquer reorientação econômica, mas apenas o agravamento do problema. Além disso, na época, foram promovidas as maxidesvalorizações cambiais (SIMONSEN, 1995, p. 5-6; cf. também Oliveira, 2010, p. 13-14).

No âmbito externo, a moratória mexicana (1982) implicou outro golpe à balança de pagamentos brasileira, sob o aspecto da dificuldade de obtenção de financiamento de nossos déficits, agravando a situação já problemática desde o brutal aumento dos juros norte-americanos (1979) e o 2º choque do petróleo de 1979 (cf.: AGLIETTA, 2004b, p. 29; CHESNAIS, 2005, p. 39-40; SIMONSEN, 1995, p. 6; PEDRAS, 2009, p. 70-72). Esse cenário provoca uma aceleração inflacionária e, portanto, o encurtamento da indexação, no sentido de que os prazos de reajuste se tornavam cada vez mais curtos (SIMONSEN, 1995, p. 17; OLIVEIRA, 2010, p. 13-14).

Essas considerações permitem notar com mais clareza como a correção monetária, tal como sustentado anteriormente, quando se tratou da sua introdução na economia, é mais verdadeiramente um paliativo, ou uma “muleta”, conforme expressão empregada por Oliveira (ibid.), que, ao final, acabou por permitir o convívio com a inflação ao longo dos anos. Se, em um primeiro momento, tal “solução” não apresentava maiores efeitos colaterais, com o passar do tempo, o vício dos agentes econômicos em constantemente buscar salvaguardas para suas rendas, por intermédio de reajustes em períodos cada vez mais curtos e no qual se sobressaem aqueles setores com maior poder político, implicou um processo não só inflacionário, mas de instabilidade geral da economia.

Com esse desdobramento ao longo dos anos 1970 e 1980, os mecanismos de indexação não mais funcionavam como paliativo, como aquele mero anestésico para a convivência com a inflação. A indexação tornara-se, ela própria, um componente do processo inflacionário, na medida em que promovia o repasse da inflação passada nos preços presentes e acirrava a disputa pela renda entre os diversos setores da economia.

O combate à inflação, desse modo, exige não apenas um simples controle fiscal e de demanda, como rege o pensamento ortodoxo padrão, mas também impõe uma desindexação e uma repactuação social sobre a distribuição de renda, objetivos que se mostravam praticamente impossíveis naquele cenário dos anos 1980 e que, mesmo com o Plano Real, foram atingidos de forma incompleta (cf. CARVALHO, 2014, p. 266-9 e 276-80). Isso ocorreu, por um lado, em razão de a indexação, em que pese fator de inflação, ser também a proteção contra a inflação, sobretudo dos setores econômicos politicamente mais fortes; de outro, porque uma repactuação acerca da distribuição da renda não encontrava um ambiente institucional propício, ante o déficit de legitimidade do regime ditatorial em seu ocaso e a situação extremamente fragilizada da economia. São essas condições que instauram no país a indexação financeira, com o que se convencionou denominar de moeda indexada ou quase-moeda.

3.3 Mercado monetário e quase-moeda na economia brasileira

Na seção anterior, buscou-se apresentar um panorama histórico-econômico mais geral do período pós-Golpe de 1964 até a crise do início dos anos 1980. O objetivo foi apresentar uma moldura na qual se desenvolveu a cultura da indexação e a sua exacerbação no fenômeno da moeda indexada ou quase moeda. Neste tópico, pretende-se expor de forma mais *específica* o modo pelo qual se atingiu o momento econômico da moeda indexada⁶⁴, bem como o que esse fenômeno significou para a economia brasileira. Em outras palavras, nesta seção são expostas questões relativas à formação do mercado aberto brasileiro.

⁶⁴ Estamos aqui utilizando a expressão “moeda indexada” no sentido de criação de uma moeda – ou “quase-moeda” – que é diariamente remunerada pela taxa de juros do *overnight*, na linha de autores como Barros (1993). Entretanto, para evitar confusões terminológicas, cumpre lembrar que “moeda indexada” também, por vezes, é utilizada no sentido da teoria da inflação inercial de André Lara Resende & Pêrsio Arida (proposta “Larida”), em que a moeda é propositalmente indexada, mas, neste caso, não ao *overnight*, mas ao índice de inflação, à ORTN ou à URV, como foi o caso do Plano Real (cf.: BARROS, 1993; ARIDA & RESENDE, 1986).

Conforme exposto na seção anterior, a crise do início dos anos 1980 decorreu de diversos fatores, internos e externos, além de equívocos na condução da política econômica, dentre os quais se destaca a tentativa de prefixação da correção monetária, que, aliados à maxidesvalorização cambial decretada em 10 de dezembro de 1979, ampliaram o problema (cf.: OLIVEIRA & CARVALHO, 2010, p. 9; BARROS, 1993, p. 7-8; LOUREIRO & BARBOSA, 2003, p. 12-13).

Na verdade, tais decisões políticas equivocadas se apresentavam apenas como as mais evidentes dentre uma série de medidas, tomadas desde a década de 1970 e depois no início dos anos 1980 que, na perspectiva dos credores, significavam a quebra de contratos e a ruptura do laço de confiança entre mercado e Estado. A título exemplificativo, cabe lembrar medidas como a aplicação de um redutor às ORTNs em 1977, os expurgos na correção monetária praticados anos mais tarde por Delfim Netto, as maxidesvalorizações cambiais de 1979 e 1983, a prefixação do câmbio em 1980 (BARROS, 1993, p. 7-8; LOUREIRO & BARBOSA, 2003, p. 12-13) e a tributação em 45% sobre os rendimentos das ORTNs em 1983 (ibid., 2003, p. 14).

Tais descumprimentos nas relações creditórias mediante condutas do governo consideradas demasiadamente intervencionistas pelos agentes de mercado dão azo à argumentação mais ortodoxa no sentido de que, na maior parte, a crise da dívida dos anos 1980 foi consequência da artificialidade das regras discricionariamente impostas pelo Poder Público e que, sem tais mecanismos – isto é, se tivesse sido respeitada a natureza do livre mercado –, a situação não teria se deteriorado tanto. O prêmio de risco e o encurtamento do prazo médio da dívida que culminou na indexação financeira diária – com o estoque da dívida pública sendo rolado, na prática, no *overnight* – seria mera consequência do intervencionismo artificial do Estado no ambiente econômico. Com efeito, não se deve perder de perspectiva que os erros cometidos na condução da política econômica configuraram-se como elementos marcantes na quebra de confiança e na instabilidade daí decorrente. Queira-se ou não, o sistema econômico brasileiro se estabelece sob as bases capitalistas e, portanto, a elas deve, de algum modo, enquadrar-se, ainda que as contradições internas do próprio capitalismo, sobretudo os dilemas impostos aos países periféricos, de modo algum possam passar despercebidas das análises econômicas.

Portanto, de um lado, como destacam Loureiro & Barbosa, há que se reconhecer que “a evolução do processo inflacionário e as constantes mudanças na metodologia de

cálculo da correção monetária afetaram a credibilidade” pública, de forma a reduzir o prazo médio da dívida mobiliária interna “de 24 meses e 21 dias em dezembro de 1980 para 10 meses e 11 dias em dezembro de 1985” (LOUREIRO & BARBOSA, 2003, p. 14).

Entretanto, sob outro ângulo, cumpre enfatizar que a situação econômica enfrentada pelo país não era de modo algum fácil. Como mencionado, choques externos como o segundo aumento do preço do petróleo e o brutal aumento dos juros norte-americanos (1979)⁶⁵, aliados a heranças internas de períodos anteriores, impunham aos condutores da política econômica duras condições de manejo da economia brasileira ao longo dos anos 1980. Mais do que isso, e até mesmo em oposição ao discurso uníssono de que os credores foram prejudicados e de que estariam simplesmente defendendo seus direitos, é fundamental deixar claro que, ao fim e ao cabo, as regras e práticas do sistema econômico foram-lhes relativamente mais benéficas do que as concedidas aos demais setores da sociedade.

Conforme se passa a expor neste tópico, regras de proteção ao sistema financeiro, como o mecanismo da zeragem automática, produziram um efeito em que o chamado lucro inflacionário reverteu-se em benefício de setores financeiros e rentistas, em detrimento do conjunto da sociedade. A parcela política e economicamente mais fraca da população, enquanto contribuinte (*taxpayer*) de um sistema tributário regressivo e destinatária de serviços públicos, arcou, em última análise, com os custos da dívida de curto prazo suportada pelo Estado brasileiro no período. Houve, em outras palavras, conforme exposto a seguir, uma privatização dos ganhos e uma socialização das perdas.

Também convém evitar o senso comum de atribuir à década de 1980 o simples estigma de década perdida. Se é verdade que se tratou inequivocamente de um tempo marcado por crises e instabilidade, é, de outro, sob o ponto de vista do aprendizado prático e das tentativas reiteradas de solução de problemas tanto econômicos quanto políticos – lembrando-se sempre de que se trata da década em que, finalmente, o país retomou os rumos da democracia – um período histórico rico e complexo em fenômenos, estudos e

⁶⁵ O aumento brusco e elevado dos juros norte-americanos é um fator primordial na compreensão das mudanças do ambiente macroeconômico mundial. Trata-se de movimento que, para François Chesnais configura-se como um golpe tal como um golpe de Estado, “que fez nascer a ditadura dos ‘credores’”. (Cf. CHESNAIS, 2005, p. 39-40.) “A multiplicação por três e mesmo por quatro das taxas de juros, pelas quais as somas emprestadas deviam ser reembolsadas, precipitou a crise da dívida do Terceiro Mundo, cujo primeiro episódio foi a crise mexicana de 1982” (ibid, p. 40). Michel Aglietta, por sua vez, também destaca a importância da guinada da política monetária americana, “de uma violência inédita”, na compreensão das crises por que passaram os países com dívida externa (AGLIETTA, 2004b, p. 29).

implementação de medidas para o restabelecimento de uma estrutura econômica mais organizada e coerente com os desafios socioeconômicos do final do século XX.

A propósito, sempre é válido lembrar que, dentre os incontáveis fracassos de medidas e de planos econômicos, tratou-se, afinal, da década que se corrigiu equívocos e omissões persistentes após a Reforma Bancária de 1964 como, por exemplo: a extinção da conta movimento, em 1986; a separação mais clara entre as funções de autoridade monetária (Banco Central) e de gestão da Dívida (especialmente com a criação da Secretaria do Tesouro Nacional), no mesmo ano (cf.: LOPREATO, 2015, p. 15-20; BARROS, 1993, p. 16; LOUREIRO & BARBOSA, 2003, p. 15-16; ARAÚJO, 2002, p. 14-15; PEDRAS, 2009, p. 62-63). Além disso, foi um período de desenvolvimento do mercado interbancário e de maior tributação sobre a renda em operações de curto prazo (BARROS, 1993, p. 16), bem como, principalmente, a década em que finalmente foi promulgada a Constituição redemocratizante de 1988.

Postos esses esclarecimentos, incumbe retomar a narrativa do desenvolvimento do mercado financeiro brasileiro, agora sob uma perspectiva mais específica, com o intuito de explorar, ainda que brevemente, o surgimento e o rápido desenvolvimento do mercado monetário – mercado aberto (*open market*) – brasileiro. De fato, foi com o surgimento do mercado aberto, nos moldes em que instituído no Brasil, que se poderá compreender com maior precisão a posterior formação, nos anos 1980, da moeda indexada.

Uma primeira questão interessante a apontar diz respeito à característica de o Brasil ter adotado o modelo de *open market* na esteira do referencial norte-americano e do próprio contexto paulatino de financeirização da economia mundial, conforme exposto anteriormente, sem, entretanto, maior reflexão sobre as peculiaridades de nossa economia, como o fato de ainda não estarem plenamente desenvolvidos mercados interbancários e secundários (ARAÚJO, 2002, p. 11-12), e adotarmos, à época, um regime de câmbio fixo. Isso implicou, na perspectiva de Fernando de Holanda Barbosa, a contradição em tentar fixar, ao mesmo tempo, os juros e o câmbio, pois se mantinha, paralelamente às operações de mercado aberto, o regime de câmbio fixo (BARBOSA, 1996, p. 99). Esse ajuste somente se dava ante as regras de controles de fluxo de capitais, até mesmo porque, não fosse isso, o país se veria diante da chamada trindade impossível, isto é, caso tentasse, sob um contexto de liberdade de capitais, controlar os juros e o câmbio.

Certamente, o surgimento e o desenvolvimento das operações de mercado aberto que, em nossa economia, iniciaram-se embrionariamente no final de 1968, ainda com

ORTNs (ARAÚJO, 2002, p. 11), não se resumem ao Brasil. Trata-se de um fenômeno que se disseminou mundialmente (ibid.) e que, não por acaso, coincide com o processo gradual de financeirização da economia mundial, que se intensificou sobremaneira a partir dos anos 1970, após a crise do modelo original de *Bretton Woods* e o fim do padrão dólar-ouro, conforme exposto no capítulo 2.

Em síntese, conforme visto, após o início embrionário, ainda com ORTNs, as operações de mercado aberto brasileiras passam ser operadas com as então LTNs (Letras do Tesouro Nacional), emitidas a partir de 1970, em prazos, inicialmente, de 42, 91 e 182 dias; e, em 1973, também com prazos de 365 dias. As LTNs, na explicação de Araújo, “eram mais apropriadas para negociação” no *open market*, que, por definição, é “um ‘mercado sem fronteiras’, que funciona sem ambiente definido” e precisa, “portanto, de ativos de fácil manuseio para se institucionalizar” (ARAÚJO, 2002, p. 11). Antes do *open market*, o circuito era fechado (Banco Central → Bancos → Clientes, e vice-versa) e as operações de recompra baseavam-se em uma tabela (ibid., p. 10).

No início dos anos 1970, as operações de *open market*, em fase de implementação, não permitiam ao Banco Central sua utilização como mecanismo efetivo de política monetária, que “ainda estava ancorada na concessão de empréstimos bancários” via operações de “redesconto (assistência financeira de liquidez) e na exigência de recolhimentos compulsórios” (ibid., p. 11). Porém, em pouco tempo, essas operações começaram a ser utilizadas “nas intervenções que buscavam eliminar desequilíbrios de curto prazo no mercado de reservas bancárias” (ibid., p. 11; cf. também BARROS, 1993, p. 7)

O início das operações de mercado aberto, todavia, não correspondia ao início do funcionamento do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC), cuja sigla até hoje é largamente utilizada, para se denominar tanto a atual taxa meta Selic (meta de juros fixada pelo COPOM, atualmente sob a lógica do Regime de Metas de Inflação) quanto a taxa Selic *over*. Esta taxa *over* é justamente a taxa média praticada diariamente nesse sistema de liquidação de títulos públicos; ou, mais precisamente, conforme visto no capítulo 1, é “a taxa média ajustada dos financiamentos diários apurados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC) para títulos federais” (BCB, 1999).

Foi durante os anos 1970 que o sistema evoluiu até chegar ao estabelecimento do sistema SELIC em 1979. Antes desse sistema, as operações eram liquidadas por meio de cheques, o que ensejava maiores riscos, tanto de fraudes (falsificações) quanto de crédito

(cheques sem fundos). Com vistas a mitigar tais problemas, o Banco Central, ainda em 1971, estendeu seus serviços de custódia aos bancos comerciais. Em 1975, como resultado de um convênio anteriormente celebrado entre o Banco Central e a então ANDIMA⁶⁶, começou a funcionar o “Sistema Gedip” de custódia, já um sistema escritural (ARAÚJO, 2002, p. 11). Finalmente, em 1979, foi implementado o SELIC (Sistema Especial de Liquidação e Custódia), por meio do qual as “vendas de LTNs, antes liquidadas em 24 horas, tempo necessário à liquidação de cheques compensados, passaram a sensibilizar financeiramente as contas de reservas bancárias no mesmo dia” da operação (ibid., p. 13; cf. BARBOSA, 1996, p. 95).

Ou seja, não é difícil mensurar que, com a chegada do inovador recurso de liquidação e custódia que foi o SELIC, a agilidade propiciada pela tecnologia adotada teve impactos consideráveis sobre a operacionalidade do sistema *open market* e, por consequência, sobre a própria dinâmica de oferta e demanda de liquidez monetária do sistema bancário. Para Barbosa, com a criação do SELIC, “títulos públicos e reservas do banco central se tornaram substitutos perfeitos enquanto reserva de valor, e os bancos não iriam querer manter excessos de reservas porque estavam dominados por títulos públicos”, já que, evidentemente, os preferiam ante os juros pagos (BARBOSA, 2006, p. 233, trad. livre)⁶⁷. “Tudo se passa como se as reservas bancárias repentinamente tivessem a mesma remuneração dos títulos públicos” (BARBOSA, 1996, p. 95), dada a automaticidade da operação.

Na verdade, o problema não é por si só a inovação tecnológica que permite a rápida transformação de reservas não remuneradas em títulos públicos ou outros instrumentos financeiros, tal como operações compromissadas, prática que, atualmente e até certo ponto, também nos demais países capitalistas vigora de forma preponderante nas relações entre banco central e demais bancos, com utilização de certificados transferíveis, títulos de dívida e operações compromissadas (cf. LAVOIE, 2015, p. 209-216).

A questão fundamental no caso brasileiro também dizia (e diz) respeito mais propriamente aos juros positivos, e até mesmo elevados, conferidos nessas operações de

⁶⁶ Em 2009, “a ANBID – Associação Nacional dos Bancos de Investimento e a ANDIMA – Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro aprovaram a integração de suas atividades, passando a constituir a ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais” (ANBIMA, 2009).

⁶⁷ No original: “government securities and Central Bank reserves have become perfect substitutes as a store of value, and banks would not hold excess reserves because they are dominated by government securities” (ibid.).

troca entre reservas excedentes e títulos públicos, sobretudo num contexto de alta inflação e pressão dos bancos pela manutenção de sua higidez financeira. Com efeito, fossem os juros de curtíssimo prazo irrisórios, ou mesmo negativos, como ocorre hoje em muitos países desenvolvidos, a prática da liquidação instantânea que, ademais, não é mais do que uma ferramenta tecnológica, não traria tantos impactos sob a perspectiva do vício dos agentes – até mesmo os não financeiros – em aplicações de curtíssimo prazo.

É, aliás, muito interessante o fato de que, sob o contexto da inflação elevada, o surgimento do SELIC logo se consolidou no ambiente econômico nacional, atraindo, além das instituições financeiras, o próprio conjunto dos agentes não financeiros da sociedade, como empresas do setor produtivo e até mesmo pessoas físicas. Mendonça de Barros descreve o fenômeno, ao analisar o processo de formação da moeda indexada, em artigo cujo seguinte excerto vale transcrever:

[Característica marcante na segunda metade dos anos 1970] foi o crescimento vigoroso das chamadas operações de Open Market com lastro em títulos públicos. Estas transações, envolvendo a aplicação de recursos de curto prazo, vinham se desenvolvendo desde o início dos anos 1970, estimuladas pelo Banco Central (BC). Os parceiros eram basicamente os intermediários financeiros que passaram a investir recursos ociosos de caixa – até então mantidos em espécie ou depositados na Conta Reserva (...) – em aplicações de curtíssimo prazo em títulos públicos federais da carteira do BC. Com o crescimento da inflação e o aumento do custo de oportunidade dos recursos ociosos de caixa, as aplicações no Open invadiram também o dia-a-dia das empresas não financeiras. Para isto, foi fundamental o papel dos intermediários financeiros não bancários, principalmente corretoras independentes, que, apoiadas na mesa de Open do BC, fizeram agressivamente a “venda” deste novo produto, (BARROS, 1993, p. 7)

Ou seja, a prática, diante da inflação e da perspectiva de obter não somente proteção como também receber eventualmente juros reais positivos em curto espaço de tempo, atraiu até mesmo agentes econômicos não financeiros, sobretudo por intermédio de corretoras e outras instituições financeiras, que não deixaram de aproveitar a oportunidade de poder, de um lado, operar a mesa de *Open* e, de outro, ofertar a novidade (a nova aplicação financeira) ao público. Mendonça de Barros prossegue destacando a importância do SELIC e que a prática das aplicações de curtíssimo prazo se disseminou ao ponto de conquistar até mesmo as pessoas físicas, em busca de proteção contra a inflação:

Outro fator importante no crescimento desta primeira forma de “Quase-Moeda” ou “Moeda Indexada” foi a implantação do sistema SELIC. Este sistema eletrônico de processamento e liquidação de investimentos em títulos deu ao Open as condições de segurança e operacionalidade necessárias para sua verdadeira massificação. Neste processo evolutivo a entrada das pessoas físicas, mesmo com aplicações de valor reduzido, foi a terceira, e última etapa. (Ibid.)

Do ponto de vista da política monetária, a introdução das operações de mercado aberto e, mais especificamente, do sistema de liquidação em tempo real (SELIC), chegou ao ponto de provocar, na linha da compreensão de Fernando Holanda Barbosa, dificuldades ou mesmo a impossibilidade de utilização, pela autoridade monetária (Banco Central), do canal de fixação de reservas como instrumento de atuação. A correlação negativa entre juros e reservas teria deixado de existir, na medida em que os bancos tenderiam a manter “em sua carteira títulos públicos, que rendem juros, ao invés de [manter] reservas bancárias não remuneradas” (BARBOSA, 1996, p. 95-96).

Essa dificuldade, mais abstratamente, está relacionada não somente ao Brasil, pois, como exposto no primeiro capítulo, os sistemas monetários tendem a criar endogenamente a moeda, sobretudo quando considerados todos os agregados monetários. Ocorre que, de fato, no Brasil, a capacidade de criação endógena de moeda tornou-se muito mais forte e evidente. Entretanto, para melhor compreender como e em que medida ocorreu a perda do controle da política monetária, é preciso, antes, considerar as formas pelas quais se travavam as relações entre bancos e o Banco Central, o que, mais especificamente, consiste em relembrar o mecanismo então conhecido por zeragem automática.

Certamente, não cabe analisar minuciosamente todos os mecanismos e polêmicas relacionados ao contexto da alta inflação dos anos 1980 e início dos anos 1990, tema que, por si só, valeria um estudo específico, tamanhas são as controvérsias e alterações naquele ambiente instável de inflação ascendente. Entretanto, convém relembrar basicamente o mecanismo pelo qual o Banco Central garantia às instituições do sistema bancário a então chamada zeragem automática de mercado, meio pelo qual, ao final do dia, zerava as posições compradas e vendidas dos bancos em títulos públicos, sempre que eles se deparassem quer com a necessidade de maior liquidez, a fim de saldar a demanda por moeda de seus clientes, quer pretendessem recomprar títulos públicos da autoridade monetária, reduzindo suas reservas.

O mecanismo consistia numa peculiaridade do sistema bancário brasileiro naquele contexto de elevada inflação e ausência de desenvolvimento de um mercado interbancário robusto, por meio do qual as instituições buscassem equilibrar suas posições antes de recorrer ao Banco Central. A autoridade monetária, no ambiente inflacionário, era induzida a permitir tal mecanismo automático sob pressão dos bancos, que praticamente não detinham reservas técnicas em M1, a fim de não se exporem nem serem oneradas com o

custo de oportunidade elevadíssimo causado pela inflação. Os bancos, sempre que eram levados pelos demais agentes da economia a suprir demanda de moeda, precisavam se valer de seus demais ativos líquidos, em especial os títulos públicos remunerados, tamanho era o nível baixo das reservas naquela época. O objetivo era reduzir o risco de carregamento de títulos públicos pelas instituições financeiras, notadamente diante do contexto de instabilidade em que um aumento dos juros poderia provocar o descasamento entre os ativos e os passivos dos bancos (cf.: PAULA & SOBREIRA, 1996, p. 122-124; BARBOSA, 1996, p. 98; OLIVEIRA & CARVALHO, 2010, p. 10; BARROS, 1993, p. 9; LEITE & ARVATE, 2002, p. 73-74; LOPREATO, 2015, p. 16).

Paula & Sobreira conseguem apresentar uma definição precisa acerca do instrumento, apesar das divergências em torno de sua função e consequências, ao expor o seguinte:

A zeragem automática de mercado é o mecanismo pelo qual o Banco Central efetuava (...) o ajuste diário de reservas do sistema bancário, zerando as posições credoras e devedoras das carteiras de títulos públicos do sistema bancário. Através deste mecanismo, o Bacen recompra títulos públicos quando o sistema não tem recursos suficientes para atender aos seus requerimentos de reservas (...) e vende títulos quando os bancos estão com excesso de liquidez, de forma a evitar uma queda significativa na taxa de juros. (PAULA & SOBREIRA, 1996, p. 122)

É importante reiterar que tal mecanismo era excepcional, embora talvez necessário como a única saída para o Banco Central manter certo controle sobre a taxa básica de juros, mas, ao mesmo tempo, causador de uma endogeneização quase total da moeda, cuja demanda acabava, ao final do dia, sendo sempre suprida pela autoridade monetária (cf.: PAULA & SOBREIRA, 1996, p. 124; BARROS, 1993, p. 9; OLIVEIRA & CARVALHO, 2010, p. 10; BELLUZZO & ALMEIDA, 2002, p. 16). E, aliás, a prática implicava uma forma peculiar de moeda endógena, que não era simplesmente criada à revelia da autoridade monetária, mas por ela chancelada, ou sancionada, ao final de cada dia.

Cabe, neste ponto, recapitular a questão da moeda endógena exposta no primeiro capítulo, no qual desde então foi colocado que os sistemas econômicos contemporâneos por si mesmos tendem a provocar uma criação endógena de moeda. Em princípio, tal criação ocorre por meio da criação de moeda escritural pelos bancos, que validam (ou não) os anseios, sobretudo dos empresários do setor produtivo, em obter moeda agora para pagamento no futuro, acrescido de juros. Tal comportamento, diga-se de passagem, não

implica que a autoridade monetária lhe atribua oficialmente a chancela de moeda (ou de dívida) estatal (cf. BRESSER-PEREIRA & NAKANO, 1984, p. 14). Basta, para tanto, relembrar as discussões travadas em torno das quase-moedas (*near monies*) criadas à revelia do sistema bancário oficial, por meio, mais recentemente, até mesmo do denominado *shadow financial system* ou *shadow banking system* (cf.: LAVOIE, 2015, p. 256-259; DOWBOR, 2015, p. 26), fenômeno que aliás se relaciona à Crise do *Subprime* (2008)⁶⁸.

A peculiaridade da moeda indexada brasileira dos anos 1980 reside em grande parte no fato de ela receber a “autorização” ou a “chancela” da autoridade monetária, que, aí sim, tal como enfatizam os chamados “horizontalistas”, provocou sua completa endogeneização, em que o Estado passou a emití-la “a reboque” dos interesses financeiros dos agentes privados da economia (PAULA, 1996, p. 415-426). É sob tal ambiente excepcional que se pode dizer que a política monetária praticamente inexistia, em que “o Banco Central é uma espécie de ‘caixa preta’ que, sem poder discricionário, dá ao sistema a liquidez necessária” (ibid., p. 419).

Assim, se Keynes propunha um sistema de “moeda administrada”, como expõem Belluzzo & Almeida (2002, p. 33) – ou seja, um sistema flexível, apto a promover ajustes de liquidez à economia, sem o enrijecimento da moeda-mercadoria – o sistema monetário da indexação no Brasil dos anos 1980 tornou-se, curiosamente, um sistema pouco administrado ou mesmo não administrado, em que a autoridade monetária apenas chancelava – oficializava – a demanda por moeda, coagida pela situação da época e pelos bancos que lhe “exigiam” dar liquidez aos títulos públicos de suas carteiras (cf. PAULA & SOBREIRA, 1996, p. 123).

Restava, de qualquer forma, certa margem de manobra do Banco Central na fixação dos juros básicos da economia. Mas, mesmo neste aspecto, seu poder de atuação era restrito, pois precisava manter os juros num nível que garantisse, ainda que informalmente, os credores contra a inflação além de acrescer-lhes alguma expectativa de

⁶⁸ Com a formação do “*shadow financial system*”, ativos financeiros líquidos são amplamente negociados ao largo das instituições bancárias tradicionais, com repercussão no risco, ante a sua menor regulação pelas autoridades públicas (DOWBOR, 2015, p. 26). O fenômeno envolve o problema das chamadas “quase-moedas” e de sua criação endógena pelo sistema econômico. Em momentos de euforia, as instituições parecem estar “inundadas de liquidez” (LAVOIE, 2015, p. 256). Entretanto, em momentos de crise, quando a confiança desaparece, os detentores dessas “quase-moedas” se desfazem desses ativos, gerando graves problemas de liquidez para as instituições, sobretudo as desse “*shadow financial system*”, honrarem seus compromissos (ibid., p. 259). Cf. Lavoie, 2015, p. 256-259.

rendimento real⁶⁹. Somente assim, ainda que tentando preservar o Tesouro (e as contas públicas), mas, na verdade, à custa deste, não provocava uma fuga dos aplicadores para outros ativos reais ou mesmo para o dólar (cf.: OLIVEIRA & CARVALHO, 2010, p. 10; PAULA & SOBREIRA, 1996, p. 123; PAULA, 1996, p. 429; BACHA & OLIVEIRA FILHO, 2007, p. 25). Para Luiz Fernando de Paula:

As taxas de juros do overnight, formadas logo de manhã na mesa de operações do BACEN, deveriam cobrir a inflação estimada mais um juro real, que era por ele arbitrado, independentemente do nível de liquidez do mercado. As autoridades monetárias procuravam, assim, manter a taxa de juros num patamar que não onerasse demasiadamente os custos de rolagem da dívida pública (...), mas que fosse suficientemente alta para evitar uma fuga desordenada de ativos financeiros para ativos reais e de risco. (PAULA, 1996, p. 123)

Porém, destaque-se que, até aquele momento, apesar da inegável financeirização, ainda não se tinha o reconhecimento formal da indexação financeira por meio da emissão de títulos públicos indexados à própria taxa Selic diária, que começou com a emissão da LCBs em maio de 1986. De qualquer forma, já se encontrava arraigado na economia o comportamento de “correção monetária financeira” diária, isto é, de correção à “taxa de operações de Overnight” (BARROS, 1993, p. 7). Para Barros, desde os “expurgos” na correção monetária determinados pelo então ministro Delfim Netto, enterra-se “definitivamente a variação das ORTN como um indexador confiável”. E, “a maioria dos contratos financeiros indexados deixou de estar atrelada a um índice de preços e passou a ser corrigida” pela própria taxa *overnight* (ibid.).

Sob essa situação de profunda crise, o Plano Cruzado (1986) pretendia pôr fim à zeragem automática, separando “moeda de um lado e poupança financeira de outro”, bem como promovendo a “eliminação da fonte primária de emissão de moeda, ou seja, o desequilíbrio financeiro do governo federal” (BARROS, 1993, p. 14). Entretanto, com o fracasso do plano, que envolveu (ou teria envolvido), dentre outros fatores, problemas com a remonetização, aumento explosivo do crédito bancário e com a chamada “ilusão monetária” (ibid., p. 15; cf. também SIMONSEN, 1995, p. 7), a indexação voltou, agora

⁶⁹ A questão dos juros reais no período dos anos 1980 é complexa pois estes eram voláteis e muitas vezes a sinalização de juros reais *ex ante* não correspondia a juros reais *ex post*. Havia, além disso, diferentes óticas, a depender dos índices utilizados para deflacionar a taxa de juros nominal. Dados elaborados pelo IPEA e pela STN (*apud* SILVA *et al.*, 2009, p. 469 – anexo estatístico) traz valores anuais deflacionados pelo IPC, INPC e IPCA. Leite & Arvate (2002, p. 82) apresentam valores pelo IGP-DI. Oliveira (2009, p. 145) apresenta tabela com os valores deflacionados pelo IGP-DI e pelo IPC-FIPE, a partir de dados do IPEADATA.

com mais força, formalizada nas Letras do Banco Central (LBCs) e, em seguida, nas Letras Financeiras do Tesouro (LFTs).

Tais títulos foram criados por decisão política decorrente do argumento de que as instituições financeiras estavam em premente situação de risco sistêmico, pois haviam montado suas carteiras de títulos com a perspectiva da manutenção da baixa inflação decorrente do Plano Cruzado. Com a necessidade de aumentar a taxa de juros após o colapso do Plano, as carteiras formadas anteriormente implicariam perdas significativas a seus detentores, em especial aos bancos, que, por sua vez, tinham obrigações com seus clientes em remunerá-los, com liquidez diária, pela taxa *overnight*. Com a criação das LBCs e sua troca pelos títulos então em carteira das instituições financeiras, o risco de descasamento da remuneração era eliminado. Além disso, do ponto de vista da dívida pública, tais títulos eram menos onerosos ao Tesouro, pois evitavam o pagamento de altos prêmios de risco, naquele contexto crítico em que a rolagem da dívida era algo extremamente problemático (cf.: RESENDE, 2007, p. 219-221; ARIDA, 2007, p. 231-234; LOPREATO, 2015, p. 26-27).

De acordo com André Soares Loureiro & Fernando de Holanda Barbosa, o Banco Central foi autorizado a lançar as então LBCs em maio de 1986, as quais “tinham prazo máximo de um ano e rendimento definido pela taxa média de financiamento dos títulos públicos negociados no Selic (taxa *overnight*)” (LOUREIRO & BARBOSA, 2003, p. 15). Ainda, segundo os autores, “a partir de 1988, o Banco Central deixou de emitir títulos, e o Tesouro Nacional lançou as Letras Financeiras do Tesouro (LFTs), títulos com as mesmas características das antigas LBCs, para financiar o déficit público” (ibid., p. 16). Estava formalmente criada, assim, a indexação financeira, enquanto indexação dos próprios títulos públicos à taxa Selic *over*.

A partir desse momento, tornou-se formal e definitivamente institucionalizada a proteção dos credores da dívida pública por meio da indexação de seus títulos à taxa do *overnight*, que, por sua vez, confere, a seus detentores, liquidez imediata e baixíssimo risco (cf.: LACERDA, 2014; DOWBOR, 2015, p. 33; BARROS, 1993, p. 18).

A criação dos títulos de indexação financeira (LBCs e, após, LFTs) efetivamente selou o ingresso do país na economia de moeda indexada. Criadas após o fracasso do Plano Cruzado, foram imediatamente objeto de intensa procura pelos agentes econômicos, conforme se pode observar na tabela seguinte, pois confirmavam, agora de modo formal ou oficial, isto é, por meio da prática em que o próprio Estado já emitia sua dívida com tal

indexador, que o sistema monetário convivia com uma inflação crônica e sob um ambiente de profunda incerteza. Na linha do pensamento de Simonsen, o sistema econômico ingressou, assim, “no caminho quase certo para a hiperinflação”, uma vez que, a indexação “passa a servir para a correção de títulos de ampla liquidez, que podem ser usados como substitutos da moeda legal (...) também como instrumento de troca” (SIMONSEN, 1995, p. 30), ou seja, corroendo a última função da moeda que ainda resistia (ibid., p. 29).

Tabela 1 – Composição da DMPFI em poder do público, em dezembro de cada ano, em %

Ano	OTN	LTN	LBC	LFT
1986	41,39	2,25	53,36	0,00
1987	26,94	1,81	71,26	0,00
1988	31,47	0,00	0,00	68,53
1989*	0,11	0,00	0,00	97,93

* Em 1989, havia também 1,96% de BTNs.

Fonte: Banco Central e Andima, *apud* Loureiro & Barbosa, 2003.

A indexação dos títulos públicos à taxa de juros praticada no *overnight* evitava, e este seria seu ponto positivo, a dolarização da economia brasileira naquele contexto de inflação elevada, mas, de outro lado, completava o mecanismo de aprisionamento do país na lógica financeira (cf.: BELLUZZO & ALMEDA, 2002, p. 19; BARROS, 1993, p. 8 e 10-11; AGLIETTA, 2004, p. 78). Na esteira do pensamento de Belluzzo & Almeida, o país ficou na fronteira extremamente instável entre inflação e hiperinflação, dominado pelo pânico da inflação e pela busca irrefletida por títulos da dívida pública, a qual, por sua vez, era precariamente rolada pelo Estado. E, não bastasse, mergulhava, sob a lógica das aplicações de curto prazo, na letargia rentista que inibia qualquer tentativa de restabelecimento da rota do desenvolvimento econômico.

Ao tentar evitar o colapso do sistema monetário, pela emissão de um ativo garantido contra oscilações do poder de compra, o Estado determinou a polarização das expectativas privadas. O ativo protegido desperta as atenções do mercado, sua demanda sobe e é satisfeita por oferta correspondente, sua remuneração de eleva, maior é o seu poder de atração como reserva de valor. A economia não explode num desastre hiperinflacionário, mas começa a apodrecer no rentismo e no hábito da indexação. (BELLUZZO & ALMEIDA, 2002, p. 19)

Sob essa instabilidade, o cenário para a tomada de decisões de investimentos era encurtado, de tal forma a provocar uma migração da riqueza para os títulos de indexação financeira, comprometendo ainda mais a busca por uma saída para a crise. Para Oliveira &

Carvalho (2010, p. 11), a indexação financeira “travou o financiamento de longo prazo”. Belluzzo & Almeida (2002, p. 79) destacam que, com a indexação, o Estado sanciona “o encurtamento do horizonte temporal fixado pelo setor privado, na busca de maior segurança e liquidez para seu estoque de riqueza”. Nas palavras de Mendonça de Barros (1993, p. 8), o processo de deterioração da economia nos anos 1980 “vai progressivamente empurrando a poupança financeira para o Open”, destruindo-a, na medida em que “não são apenas os recursos financeiros vinculados às transações correntes do lado real que procuram abrigo nos depósitos do Open” (ibid., p. 11). Segundo o autor, esse processo engloba “os recursos ‘ociosos’ da poupança financeira”, que também abandonam “os tradicionais títulos financeiros, como CDB, debêntures, ações e outros”, e passam a “refugiar-se no abrigo menos instável das aplicações de curtíssimo prazo” (ibid.).

De fato, conquanto se considere que o investimento não depende tão-somente do nível da taxa de juros, mas, na perspectiva keynesiana, leve em conta também a propensão ao consumo e, sobretudo, a eficiência marginal do capital (KEYNES, 2012, p. 165), é inegável que o arcabouço econômico e institucional no qual o Brasil se inseriu, no contexto da moeda indexada, prejudicou as variáveis determinantes do investimento, sobretudo quando esse arcabouço se alia à elevação dos juros reais na década de 1990.

Conforme será apresentado, a manutenção das regras de indexação financeira após o Plano Real e a elevação dos juros reais, regras que permitem ao credor ampla margem de atuação, sem se sujeitar a riscos de liquidez e de mercado, eleva a volatilidade e o risco de fuga de capitais, além de comprometer o desenvolvimento. Na relação creditória entre o credor e o Estado, este se encontrando fragilizado ou dominado, imperam as regras daquele, cujo poder de permanecer ou não financiando o setor público é grande, ao ponto de determinar não só o nível das taxas de juros, como a liberdade de permanecer ou não na posição credora, sem qualquer risco de variação no preço de mercado de seus ativos. Tal aspecto será discutido mais detalhadamente, do ponto de vista operacional, no final desse capítulo, bem como no capítulo seguinte.

3.4 A ciranda financeira

Paralelamente ao problema do investimento, a indexação financeira se constituiu em ferramenta de desestabilização fiscal e de apropriação do lucro inflacionário por setores privados não produtivos, em um círculo vicioso que consagrou de vez a expressão “ciranda

financeira” (cf.: TAVARES & ASSIS, 1985, p. 58 e 99; OLIVEIRA & CARVALHO, 2010, p. 10; BARROS, 1993, p. 9; LOUREIRO & BARBOSA, 2003, p. 17; SAWAYA, 2015, p. 4). As instituições financeiras, mesmo antes do lançamento das LBCs, diante de mecanismos de proteção como a zeragem automática, corriam baixo risco “de prejuízo ou de iliquidez”; os seus clientes, por sua vez, podiam aplicar “seus recursos com liquidez imediata e receber uma remuneração sempre igual ou maior do que a inflação” (BARROS, 1993, p. 9); já o Estado (o conjunto dos contribuintes) arcava com os custos da captação desses recursos (ibid.). “O triângulo, tendo o governo como o captador de recursos a juros reais, o intermediário financeiro ganhando um generoso ‘spread’ praticamente sem risco e o aplicador com liquidez e juros reais garantidos, estava formado” (ibid.). A dívida financeira interna já “não financiava investimentos reais, mas apenas se retroalimentava” continuamente por força das relações monetárias (TAVARES & ASSIS, 1985, p. 58). Os títulos de indexação financeira, enfim, oficializavam essa relação social de ciranda financeira.

É sob tal lógica que se operava a apropriação do imposto inflacionário pelos bancos e rentistas. Convém relembrar que, em tese, quando há inflação, o Estado é o principal beneficiado, sob o ponto de vista de que, ao emitir dívida pré-fixada ou simplesmente valer-se de emissão monetária, obtém ganhos relativamente a seus credores ou aos prejudicados pela inflação, hipótese em que a inflação até mesmo pode reduzir o déficit público (cf. PIKETTY, 2014, p. 109 e 142-143)⁷⁰. Trata-se de discussão que envolve a chamada senhoriagem que, destacada também por economistas que partem da perspectiva da teoria quantitativa da moeda, é a emissão de moeda pelo Estado deficitário que, na prática, funciona como “uma forma especial de tributação que é arrecadada sobre os estoques de moeda em poder de público” (CARVALHO *et al.*, 2015, p. 88)⁷¹. Porém, sob as regras da indexação financeira que submetem o Estado à dívida pós-fixada de curtíssimo prazo, a lógica se inverte (cf. SIMONSEN, 1995, p. 31)⁷², com os credores e setores financeiros como os principais beneficiados pelo imposto inflacionário.

⁷⁰ Piketty relata a forma como os países europeus, em especial a Alemanha, utilizaram-se da inflação para reduzir a dívida pública.

⁷¹ Ver *supra*, capítulo 1. Para uma crítica à conotação dada ao termo senhoriagem a partir de uma perspectiva da soberania do Estado, ver Wray (2002).

⁷² Simonsen descreve a situação húngara, que se inverte diante da moeda indexada (o *pengo fiscal*). “O governo não tem como cobrar o imposto inflacionário sobre a moeda indexada”. (SIMONSEN, 1995, p. 31).

Nas palavras de Giuliano Oliveira:

A instabilidade monetária faz estas instituições [bancos] se concentrarem cada vez mais na especulação com a moeda indexada. Mediante a emissão de passivos não-remunerados ou sub-remunerados, não raro os bancos fizeram das receitas inflacionárias a parcela principal de suas receitas de intermediação financeira. Isso fez com que, não obstante o alto grau de aversão ao risco e de demanda reprimida por recursos prevalentes na década perdida, estas instituições foram altamente bem sucedidas na preservação de seus altos níveis de rentabilidade, ante o lugar privilegiado que ocupavam no arcabouço institucional da moeda indexada. (OLIVEIRA, 2009, p. 85; cf. *ibid.*, p. 85-144)

No Brasil dos anos 1980, as regras fiscais que impediam, em boa medida, a tributação da correção monetária, tornavam a barreira à apropriação do imposto inflacionário pelo setor público ainda maior. De fato, com a aceleração inflacionária diante do fracasso do Plano Cruzado, “a Secretaria da Receita Federal passou a publicar a OTN fiscal, reajustável diariamente, como unidade de conta das obrigações Tributárias” (SIMONSEN, 1995, p. 34). Conforme expõe Mendonça de Barros:

Só havia cobrança de imposto de renda, tanto na fonte como nos balanços das empresas, sobre a parcela da renda que superasse a variação da ORTN fiscal. Com isto a arrecadação do imposto inflacionário, quer sob a forma de desvalorização da moeda quer sob a forma de imposto de renda sobre ganho inflacionário, era na prática muito pequena. Quem efetivamente se apropriava desta renda era o sistema bancário, na medida em que as pequenas aplicações recebiam uma remuneração muito inferior às taxas de juros nominais praticadas no mercado interbancário e nas aplicações dos grandes investidores. (BARROS, 1993, p. 11-12)

Além da questão do imposto inflacionário, convém lembrar que a arrecadação também se reduz, numa economia com inflação elevada, por conta do “efeito Tanzi” – a perda do valor real pago aos cofres públicos decorrente da corrosão inflacionária entre a data do fato gerador do tributo e a data do efetivo recolhimento⁷³. Quanto a esse ponto, o ano de 1991 foi especialmente problemático. De acordo com Simonsen, após inúmeras criações e extinções de indexadores, já no Governo Collor, os impostos simplesmente deixaram de ser corrigidos, “e com isso a receita governamental foi fortemente prejudicada pelo efeito Tanzi”, o que somente veio a ser corrigido no final do mesmo ano, com a criação da UFIR (SIMONSEN, 1995, p. 34).

Tais episódios demonstram que, de fato, a inflação não se reverteu em benefício das contas públicas e da sociedade em geral. Reverteu-se, isto sim, em benefício das classes

⁷³ A questão do “efeito Tanzi” e mesmo uma crítica ao “efeito Tanzi às avessas” (“efeito Bacha”), já no contexto da entrada em vigor da UFIR (1992) e, em seguida, do Plano Real (1994), é encontrada em: Tavares, 1994; Tavares, 1998.

sociais mais abastadas: seja pela apropriação do imposto inflacionário – na ciranda financeira –, seja pelos benefícios decorrentes do efeito Tanzi, seja porque tais classes dependem substancialmente menos de políticas públicas a serem implementadas pelo Estado, cuja situação fiscal era extremamente delicada. E, enfim, também é preciso levar em conta que, quanto mais baixa a renda da população, menor o seu acesso ao sistema bancário e, portanto, menores suas possibilidades de proteção diante da inflação por meio de aplicações atreladas ao *overnight* (cf. LACERDA, 1994, p. 138-139).

E, como consequência última do sistema de indexação financeira, tomando-se como parâmetro que são os contribuintes, afinal, que arcam com as despesas públicas e que, como agravante, a carga tributária tende a ser regressiva⁷⁴, opera-se um grande processo de privatização dos lucros e socialização dos prejuízos. Assim, apesar de ter evitado, naquele contexto, uma hiperinflação que provocasse o colapso total da moeda nacional, com a dolarização ou mesmo a fuga em massa para outros ativos e bens reais, o país passou a sofrer, conforme Belluzzo & Almeida, “uma monumental socialização dos prejuízos e, mais que isso, (...) uma ampla socialização dos riscos” (2002, p. 18).

E, do ponto de vista teórico, tal como exposto no primeiro capítulo, o sistema econômico brasileiro passou a recompensar a mera abstinência em consumir, sem exigir qualquer renúncia à liquidez ou sujeição ao risco por parte dos credores da dívida pública. Portanto, a retribuição dos juros, sobretudo à medida que eles começavam a se elevar, em termos reais, nos anos 1990, tornou-se inequivocamente injusta e alheia a qualquer lógica interna a um sistema econômico funcional – mesmo sob as bases capitalistas.

Os rentistas e os setores financeiros, sem qualquer preocupação com riscos, em especial riscos de mercado e de liquidez, passaram a apropriar-se de parcela considerável da renda nacional, sem, em contrapartida, atuarem na avaliação de riscos empresariais ou de projetos de investimento. Simplesmente se acostumaram a obter ganhos financeiros sob um sistema indexado, de forma passiva e em detrimento dos demais setores da economia, em especial dos trabalhadores e pequenos empreendedores da economia produtiva.

⁷⁴ Ver supra, capítulo 1. Neste sentido, Tavares & Assis destacam que, desde o período 1969-1973, a política fiscal adotada havia acentuado “o caráter regressivo do sistema tributário brasileiro, já presente na reforma de 1967. A pretexto de estimular a ‘poupança’, multiplicavam-se as isenções de impostos de pessoas físicas” (TAVARES & ASSIS, 1985, p. 31). A regressividade da carga tributária ainda persiste no Brasil (cf. seção 1.4.3).

3.5 A manutenção da indexação financeira após a estabilização de preços: os anos 1990, o Plano Collor e o Plano Real

No curso dos anos 1990 reduziu-se boa parte da indexação da economia (MP da desindexação), mas não se acabou definitivamente com a indexação financeira da dívida pública. Em que pese uma tentativa, ainda nos anos 1990, de deixar de emitir as LFTs, o período posterior ao advento do Plano Real demonstrou que, mesmo com a estabilização de preços, não se alcançou, do ponto de vista da emissão dos títulos públicos, significativa redução da indexação diária em nossa economia. Essa situação contraria a ideia de que as LFTs eram apenas um remédio provisório para conviver com a inflação crônica; se o foram, ora a economia brasileira está viciada neste analgésico.

A partir do Plano Real e, anos mais tarde, da adoção do regime de câmbio flutuante, evidenciou-se o processo de financeirização de nossa economia, sob a égide de um referencial de juros de curto prazo muito elevado que se configurou como efetiva referência de custo de oportunidade aos atores econômicos (CASA, 2008, p. 29-30). Esse custo de oportunidade é efetivamente assegurado aos agentes econômicos pela emissão de um título público específico, a LFT, além de estar disponível por meio de outras aplicações de liquidez imediata e remuneração diária ofertada pelo sistema financeiro.

O Plano Real (1994) é conhecido por ter dado fim ao processo inflacionário, fazendo com que a moeda de curso forçado recuperasse suas funções básicas de unidade de conta e de reserva de valor, além de manter e melhorar a função de meio de troca. Autores como Simonsen destacam o Plano como eminentemente ortodoxo (SIMONSEN, 1995, p. 115). Por outro lado, o Plano manteve o aprendizado heterodoxo da inflação inercial, pois se preocupou em combater, ainda que não totalmente, a indexação da economia (Medida Provisória nº 1.053/1995 – “MP da Desindexação”), bem como contar com o instrumento da URV, que decorria do pensamento de economistas que se debruçaram sobre os componentes inerciais da inflação – em especial a proposta “Larida” (ARIDA & RESENDE, 1986), em referência aos economistas André Lara Resende e Pêrsio Arida, que compunham a equipe de Fernando Henrique Cardoso do Ministério da Fazenda (LACERDA *et al.*, 2013, p. 208-214; cf. PAULANI, 1997, p. 162, 173 e 174-179).

Entretanto, há dúvidas quanto aos efetivos resultados da adoção da URV como instrumento para realinhar os preços relativos, havendo evidências no sentido de que os empresários não a consideravam como baliza ao reajustar seus preços, embora tenha ela

desempenhado “um papel fundamental no processo de conversão dos salários pela média” (SICSÚ, 1996, p. 84).

Há que se considerar que o Governo Itamar Franco e, em seguida, o Governo Fernando Henrique Cardoso contaram com certas vantagens para a adoção do Plano Real. A primeira delas decorre do Plano Collor, que se revelou uma tentativa fracassada de combater a inflação e que adotou o bloqueio de liquidez dos ativos como um de seus instrumentos – o “confisco da poupança”, como ficou popularmente conhecido. A questão quanto aos indexadores durante o Plano Collor, assim como ocorreu com os Planos anteriores, acabou desembocando em discussão judicial – o bloqueio de liquidez, no caso do Plano Collor, não respeitou os contratos já firmados.

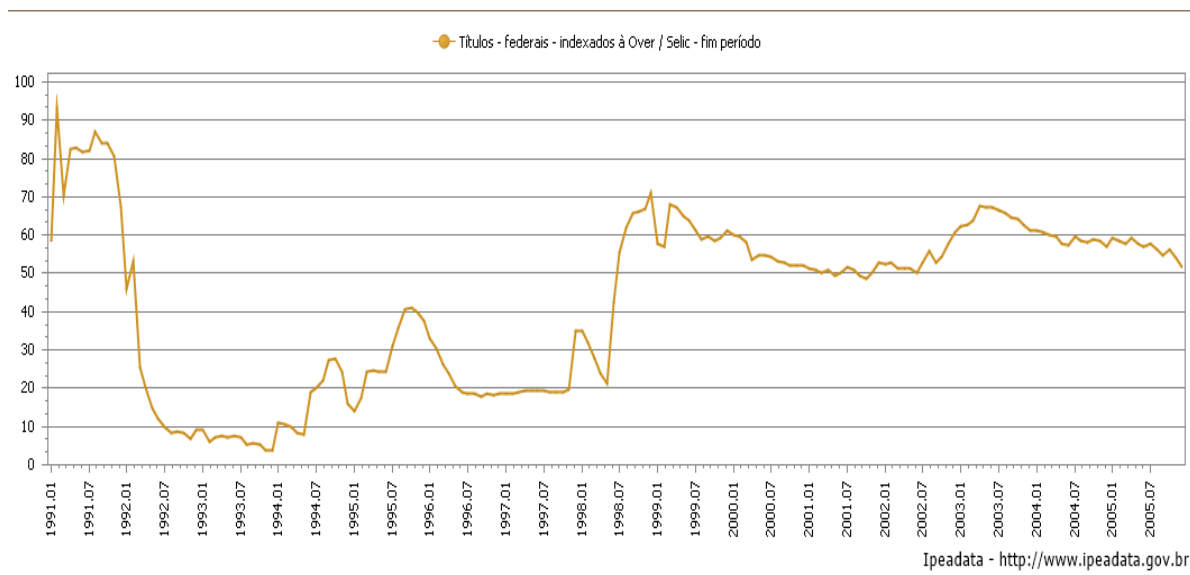
Carlos Eduardo Carvalho, em seus estudos sobre o tema, chama a atenção para a tentativa do Plano em combater (i) a remonetização após o congelamento, (ii) a moeda indexada e (iii) a frágil estrutura da dívida pública no curto prazo, com destaque para o tema da remonetização (CARVALHO, 2000, *passim*). Quanto ao bloqueio de liquidez, o autor o define como “o cancelamento ou a limitação da liquidez de haveres monetários ou do direito dos titulares de haveres financeiros não-monetários de convertê-los em moeda pelas regras vigentes” (ibid., p. 112). Simonsen, por seu turno, entende que o Plano Collor foi o único dos Planos até então executados que tentou enfrentar a inflação também pelo lado da demanda, mas com base em um diagnóstico equivocado, que resultou em “estagflação” (SIMONSEN, 1995, p. 110-111).

Para os objetivos propostos, é importante destacar que os responsáveis pelo Plano Real herdaram do Governo Collor um estoque de LFTs enxuto, diante do bloqueio de liquidez e da troca compulsória desses títulos por BTNs, que pagavam uma correção monetária (IPC), além de juros pré-fixados de 6% a.a. Conforme relata Guilherme Pedras “com o congelamento de 80% dos ativos financeiros do país”, o Plano Collor causou uma alteração substancial na configuração da Dívida Pública:

Com esse artifício, o governo promoveu a troca compulsória da dívida em poder do mercado por outra, retida por 18 meses no Banco Central, rendendo BTN + 6% a.a. Ou seja, o estoque, antes remunerado pela taxa Selic, passou a ser remunerado a uma taxa muito inferior, gerando ganhos consideráveis para o governo. Além disso, a medida causou uma profunda redução na liquidez da economia, de forma que o Banco Central se viu forçado a recomprar as LFTs ainda em mercado. Esses dois fatos, aliados ao superávit primário obtido no primeiro ano do novo governo (mais de 4% do PIB), acabaram por conduzir a uma queda histórica no estoque da dívida em poder do público, de 82,5% em 1990. (PEDRAS, 2009, p. 65)

O Gráfico que segue mostra a brusca redução no percentual de títulos indexados à Selic no período anterior ao Plano Real, os quais retornaram com grande força diante das crises nos países emergentes, como veremos em seguida.

Gráfico 2 – Evolução percentual dos títulos federais indexados à Selic over – 1991 a 2005



Fonte: BCB, *apud* IPEADATA.

Outro aspecto a destacar, na linha de exposição de Leda Paulani, é que um dos pressupostos fundamentais que assegurou a realização do Plano Real foi a prévia abertura da conta de capitais brasileira, no contexto da liberalização financeira, conforme já mencionado no capítulo 2. Com a hegemonia do Consenso de Washington, ganhou corpo a visão ortodoxa de que a abertura dos mercados à globalização, inclusive a quebra das barreiras e restrições ao livre fluxo de capitais – ainda que voláteis – assegurariam naturalmente a inserção do país na nova era global. De início, essa abertura da conta de capitais, aliada à securitização da dívida e aos juros internos elevados, permite o rápido e volumoso ingresso de capitais de curto prazo, permitindo que as divisas voltassem, restabelecendo-se níveis mais elevados de reservas internacionais, condição da consecução do Plano Real (PAULANI, 2006, p. 12-13).

Na visão *mainstream* então propagandeada aos países da periferia, tais fluxos de capitais permitiriam sem maiores problemas a adoção do modelo de âncora cambial que foi a base do plano de estabilização da moeda. Entretanto, “a qualidade das reservas existentes deixava muito a desejar, já que eram constituídas, em sua maior parte, por passivos de curto prazo e capitais voláteis” (LACERDA *et al.*, 2013, p. 217), o que ficou comprovado

com a fuga de capitais após a crise asiática de 1997, e o que, afinal, redundou, juntamente com a crise russa, na própria crise brasileira e no abandono da âncora cambial pelo regime de câmbio flutuante (1999). De fato, após uma tentativa inicial de reduzir a participação da LFTs no estoque da dívida pública logo em seguida ao Plano Real, a situação delicada, decorrente das crises financeiras dos países emergentes, promoveu um brusco retorno de sua utilização como instrumento de financiamento do Tesouro (FIGUEIREDO & MEGALE, 2007, p. 158), conforme se pode verificar no mesmo gráfico apresentado anteriormente.

Entretanto, antes de tratar de seu abandono, incumbe destacar basicamente em que consistia a âncora cambial no Plano Real, em que feixe de instrumentos econômicos ela se inseria, bem como suas consequências macroeconômicas. A âncora cambial consiste em utilizar a taxa de câmbio como instrumento de manutenção de uma referência para a moeda doméstica. “Segundo a teoria econômica, quando se consegue estabilizar a taxa de câmbio, a taxa de inflação cai, havendo uma convergência entre as taxas internas e as taxas externas de inflação” (LACERDA *et al.*, 2013, p. 212).

Para que tal modelo se sustente, por estar vinculado a uma regra de câmbio fixo, é necessário que o Estado mantenha reservas internacionais, a fim de que sua autoridade competente, no caso o Banco Central, possa garantir essa paridade entre a moeda doméstica e a moeda referência que é o dólar. A característica peculiar do sistema brasileiro foi a de que não optou por uma dolarização pura e simples da economia, por meio de um *currency board* ao estilo argentino. Houve uma espécie de dolarização indireta, na medida em que, no contexto da abertura da conta de capitais, a entrada da moeda estrangeira era realizada à custa de elevados juros domésticos, atraindo o capital especulativo estrangeiro de curto prazo (*ibid.*). Porém, como tais fluxos de capitais eram instáveis, voláteis, o que a história dos anos 1990 veio a demonstrar tragicamente com as sucessivas crises dos países emergentes, a opção pelo método da âncora nominal cambial desmoronou, com a fuga em massa de capitais.

Portanto, ao lado da âncora cambial, estava a opção pela abertura da conta de capitais e pela aceitação de taxas de juros domésticas elevadas. Além disso, e como consequência, impunha-se ao país desequilíbrios na conta de transações correntes, bem como um forte aumento da dívida pública – financiada a juros elevados⁷⁵ – e, para garantir

⁷⁵ Leite & Arvate apresentam elementos quantitativos do forte aumento dos juros reais no período (LEITE & ARVATE, 2002, p. 75 e 82).

seu pagamento, um aumento substancial da carga tributária (cf.: LACERDA, 2004, p. 35; OLIVEIRA & CARVALHO, 2010, p. 12-13, PEDRAS, 2009, p. 66-67; CASA, 2008, p. 29-30).

Tabela 2 – Reservas internacionais, DLSP, carga tributária, saldo de transações correntes e taxa real de juro

Ano	Reservas (em US\$ milhões)	DLSP total (em % do PIB)	DLSP interna (em % do PIB)	DLSP externa (em % do PIB)	Carga tributária – SRF* (% do PIB)	Carga tributária – IBGE* (% do PIB)	Transações correntes (em US\$ milhões)	Taxa real de juro**
1991	9.406	38,1	14,0	24,2	25,21	24,4	-1407	28,13
1992	23.754	37,1	18,4	18,7	28,28	25	6.109	40,04
1993	32.211	32,6	18,3	14,3	25,72	25,3	-676	25,90
1994	38.806	30,0	21,3	8,7	29,46	27,9	-1.811	31,51
1995	51.840	28,0	22,9	5,1	29,74	26	-18.384	25,50
1996	60.110	30,7	27,1	3,6	28,97	26	-23.502	13,21
1997	52.173	31,8	27,9	4,0	29,03	26	-30.452	18,41
1998	44.556	38,9	33,2	5,8	29,74	26,6	-33.416	26,19
1999	36.342	44,5	35,2	9,4	32,15	27,9	-25.335	19,26
2000	33.011	45,5	36,5	9,0	32,95	29,8	-24.225	11,57
2001	35.866	48,4	38,9	9,6	34,36	31,5	-23.215	9,20

Fontes: BCB, *apud* IPEA & STN, in *Anexo estatístico* (SILVA, 2009, p. 467-468), para Reservas e DLSP (Dívida líquida do setor público); Receita Federal do Brasil/CETAD (antiga Secretaria da Receita Federal/COGET), para a coluna “Carga Tributária – SRF” (Brasil, 2001 e 2002); IBGE, para “Carga tributária – IBGE”; BCB (Série Histórica – BPMP5), para “Transações correntes”; FGV, IBGE e BCB, *apud* IPEA & STN, para “Taxa de juros real”.

* Como há diferenças metodológicas entre os números da então Secretaria da Receita Federal (2000 e 2001) e os dados das Séries históricas estatísticas do IBGE, optou-se por manter, por cautela, ambas as apresentações.

** Conforme IPEA e STN, in “Anexo estatístico” de Silva (2009), trata-se, quanto à taxa real de juros, do valor teórico calculado com base nos dados de Taxa de Juros Nominal (Selic) e de inflação (IPC/INPC/IPCA).

Nesse sentido, a indexação financeira a juros elevados foi, paradoxalmente, ao mesmo tempo funcional e disfuncional. Foi funcional aos objetivos mais imediatos do Plano Real de contribuir para a obtenção de uma âncora nominal cambial à custa da atração de capital especulativo de curto prazo. Nesse ponto, além da indexação financeira (a indexação à Selic *over*), foi importante também a própria indexação cambial. Porém, do ponto de vista da criação de bases sólidas macroeconômicas, manteve-se o sistema econômico atrelado à lógica dos juros de curtíssimo prazo, os quais passaram, desde então, a apresentar níveis reais muito elevados, na contramão da institucionalidade que deveria

ser criada para garantir o financiamento de longo prazo (cf.: OLIVEIRA & CARVALHO, 2010, p. 14; NAKANO, 2012) e a retomada consistente do desenvolvimento econômico.

Com o colapso da manutenção da âncora cambial após as crises dos países emergentes, restou ao governo abandonar tal estratégia e ingressar, sob a tutela do Fundo Monetário Internacional, no regime de câmbio flutuante. A adoção desse regime se dá sob o que ficou consagrado na literatura como o tripé econômico, isto é, a adoção da disciplina fiscal, com a Lei de Responsabilidade Fiscal, exigindo superávits primários, a introdução do regime de metas de inflação – em que a taxa Selic passa, agora, a ser obtida pela autoridade monetária após fixação da meta de juros de curto prazo pelo COPOM – e pelo regime de câmbio flutuante.

Entretanto, nada se modificou quanto à indexação financeira que, mesmo após o tripé econômico, continuou sagrada, remunerando de forma livre de riscos e em patamar elevado os credores da dívida pública. É nesse contexto que a atual indexação da dívida pública à taxa Selic pode ser encarada, de certa maneira, como a substituição, em favor dos setores financeiros e rentistas, do antigo imposto inflacionário do qual se apropriavam (OLIVEIRA, 2010, p. 15). Atualmente, o privilégio está institucionalizado por meio dos ativos seguros, de curtíssimo prazo e a juros elevados, garantidos pelos títulos públicos indexados à taxa Selic ou mesmo por operações compromissadas de curtíssimo prazo. Mantém-se, sob outra roupagem, a ciranda financeira⁷⁶, de modo a reafirmar, agora sob o contexto de uma moeda estável, e a juros reais seguidamente positivos e elevados, a preferência do sistema econômico brasileiro pela proteção aos rentistas e aos setores financeiros e bancários.

3.6 A definição técnica de indexação financeira

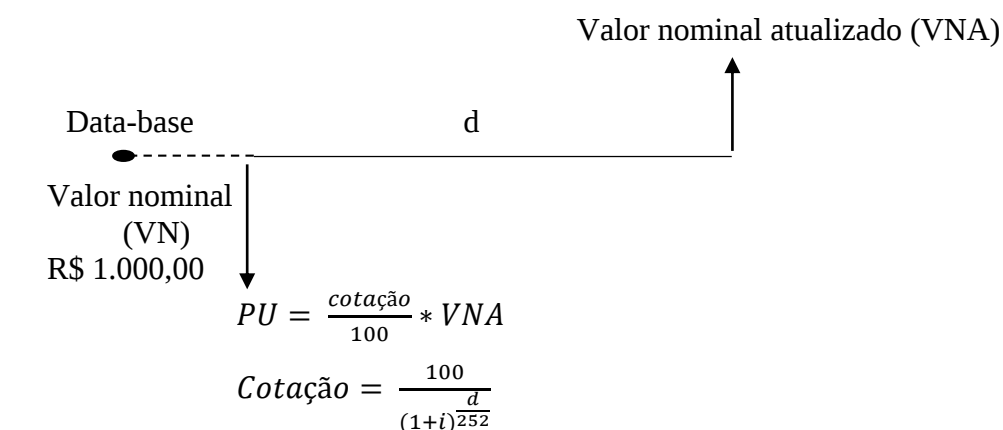
Nossa estrutura brasileira, singular dentre o conjunto das economias mundiais, decorrente de nossa história econômica e de uma determinada visão de política monetária,

⁷⁶ Tratando da indexação financeira após o Plano Real, Oliveira afirma: “O fim da alta inflação não destruiu a macroestrutura financeira capaz de oferecer aos detentores de riqueza um ativo especialíssimo, com alto rendimento real, liquidez imediata e proteção contra perdas de capital, condições que propiciaram aos bancos, investidores institucionais e grandes grupos industriais e financeiros a conformação de portfólios ao mesmo tempo líquidos e rentáveis. Institucionalidade que desestimulou, ademais, a estruturação de um sistema financeiro voltado para o financiamento de longo prazo, vale dizer, para o financiamento do desenvolvimento econômico e social. *Em poucas palavras, pode-se afirmar que a estabilidade monetária não rompeu com a estrutura institucional que serve de amparo à ciranda financeira*” (OLIVEIRA, 2010, p. 15, g.n.).

exibe um quadro de juros elevados relativamente aos demais países⁷⁷. Ademais, apresenta uma taxa básica de juros da economia, de curtíssimo prazo, que, além de elevada, é utilizada também como indexador para a emissão de títulos públicos, os quais, por seu turno, apresentam liquidez imediata e grau de risco muito baixo. Trata-se dos títulos públicos atrelados à taxa Selic (as Letras Financeiras do Tesouro – LFTs). Além desses títulos públicos, outras operações de curtíssimo prazo, atreladas ao mercado de reservas bancárias, são praticadas no mercado financeiro, com destaque para as operações compromissadas.

Tecnicamente, as LFTs são títulos pós-fixados, indexados à taxa Selic diária acumulada desde a data-base até a data do vencimento (BCB, 2015, p. 11). De acordo com a figura apresentada pelo Banco Central do Brasil, o fluxo de caixa de uma Letra Financeira do Tesouro pode ser representado da seguinte forma (BCB, 2015, p. 12)⁷⁸:

Figura 1 – LFT – Fluxo de caixa



Onde:

PU: preço unitário (R\$; truncado na 6ª casa decimal)

d: prazo (dias úteis)

VN: valor nominal

VNA: valor nominal atualizado (truncado na 6ª casa decimal)

i: taxa (truncado na 4ª casa decimal)

(Fonte: BCB, 2015, p. 12).

⁷⁷ Salvo breve momento a partir de 2011, em que o BC tentou reduzir os juros, o Brasil segue persistentemente com taxas reais elevadas em relação aos demais países, muito elevadas sobretudo quando comparamos com demais países emergentes ou do nosso porte econômico. Nesse sentido, ver (Lacerda, 2013, p. 9; Lacerda & Campedelli, 2014, p. 15-17). Dados acerca dos juros reais podem ser obtidas no site do Banco Mundial: <http://data.worldbank.org/indicador/FR.INR.RINR>.

⁷⁸ “A data-base é estabelecida pela STN, constante no edital da venda do título, e costuma ser anterior à data de emissão do título. Na data-base, o valor nominal do título é de R\$ 1.000,00. O valor nominal atualizado (VNA) é o valor nominal da data-base (R\$ 1.000,00) atualizado pela taxa Selic acumulada desde a data base. As LFTs podem ser emitidas ao preço par com ágio ou deságio sobre o VNA. Nos leilões de LFTs, as propostas são encaminhadas na forma de cotação sobre o valor nominal atualizado, com quatro casas decimais” (ibid., p. 11). “Preço par é o valor nominal do título na data de emissão ou na data-base, atualizado pelo seu respectivo indexador, quando couber” (ibid., p. 10).

Há, basicamente, três riscos que são sensivelmente mitigados quando se adquirem as Letras Financeiras do Tesouro ou se praticam operações remuneradas pelo *overnight*: a) risco de crédito; b) risco de liquidez; c) risco de mercado. Os dois primeiros, na verdade, são riscos reduzidos quando se toma como parâmetro não somente as LFTs, mas também os demais títulos emitidos pelo Tesouro Nacional, tais como títulos prefixados e os indexados à inflação.

a) Quanto ao risco de crédito, a questão envolve mais especificamente o risco de o emissor não pagar a dívida, o que, em se tratando de dívida estatal, é muito reduzido, tanto que a dívida pública serve de parâmetro para o cálculo das demais dívidas emitidas e negociadas em mercado. Trata-se, enfim, na terminologia empregada usualmente, do chamado *risk free* dos títulos públicos. É verdade que, na realidade, a possibilidade de um calote ou uma moratória na dívida não é impossível, mas, de acordo com os parâmetros relativos aos demais débitos com os quais se analisa o risco, faz sentido a utilização da expressão. Quanto ao Brasil, cumpre lembrar que, mesmo durante os turbulentos anos 1980, a dívida pública mobiliária *interna*, não chegou a ser oficialmente objeto de uma moratória, o que, de outro lado, ocorreu com a dívida externa. O momento mais crítico quanto ao pagamento da dívida interna talvez possa ser visualizado com o bloqueio de liquidez imposto pelo Plano Collor, conforme visto na seção anterior, o qual, entretanto, não era simplesmente a recusa da dívida e, ao final, acabou sendo em grande parte revertido.

De qualquer forma, foi certamente mais um dos episódios que foram vistos pelos credores como descumprimento das regras de mercado. E, desde então, eles apresentam mais um argumento para exigir juros e prêmios de risco elevados para o financiamento da dívida pública brasileira. Sob a ótica do mercado, o histórico brasileiro se relaciona ao chamado “*peso problem*”, termo que, conforme Dionísio Carneiro, foi inventado por Milton Friedman, ainda ao tempo do câmbio administrado, para designar o entendimento de que os juros eram elevados diante do risco, ainda que pequeno, de “uma grande depreciação cambial” (CARNEIRO, 2007, p. 202). O risco de um calote, mesmo que muito pequeno, faria com que os credores exigissem juros muito altos. Entretanto, como lembra Francisco Lopes, “países com história recente de instabilidade como México e Argentina, este caso bem pior que o nosso, operam normalmente com papéis pré-fixados de prazo superior a um mês” (LOPES, 2007, p. 330).

b) O risco de liquidez se refere à possibilidade de o detentor do título público não conseguir vendê-lo em mercado e, assim, não restabelecer sua liquidez plena com o resgate da moeda corrente. À medida que as operações de mercado financeiro se tornaram mais intensas, sobretudo com a ampliação das operações em mercado secundário, a questão da liquidez também se mostra menos problemática do ponto de vista do credor. É verdade que a aquisição da dívida, mesmo estatal, importa sempre, ou ao menos deveria importar, em menor ou maior grau, a uma renúncia a liquidez, no sentido mais teórico, na linha de Keynes, como perder o prêmio de liquidez e ficar sujeito a maior risco ou incerteza, de um modo geral. Nesse aspecto, os títulos de indexação financeira consubstanciados nas LFTs – na prática – são de liquidez extrema, pois – ante a existência do mercado secundário ou a própria garantia de recompra pelo Estado, aliada à remuneração diária pela taxa Selic *over* – significam, como visto, a configuração do fenômeno da quase-moeda ou moeda indexada.

Entretanto, sob outra perspectiva, deve-se ter em mente que a liquidez, de um ponto de vista estrito, isto é, sem levar em conta o risco de mercado, é semelhante à dos demais títulos públicos, o que variará de acordo com a quantidade de operações realizadas cotidianamente nos mercados, seja no mercado secundário, seja por meio da recompra de títulos pelo Estado (Banco Central ou Tesouro). Um fato curioso, entretanto, é que a existência de LFTs contribuiu, em certo sentido, para a atrofia da liquidez do mercado secundário dos demais títulos – sejam públicos ou mesmo títulos privados. Se os agentes podem contar com a liquidez sem riscos garantida pelas LFTs, estas “substituem e tornam redundante a existência de um vigoroso mercado secundário, pois acabam exercendo parte das funções desse mercado, ao proteger o investidor contra riscos de oscilação nos preços” (MOURA, 2007, p. 252). Em outras palavras, a LFT protege o aplicador o risco de mercado, conforme exposto a seguir.

c) Assim, o ponto principal, sob o contexto prático, para observar a característica *sui generis* das LFTs é o muito reduzido risco de mercado a que tais títulos estão sujeitos. O risco de mercado decorre da possibilidade de o detentor do título, ao optar por vendê-lo antes de seu vencimento, sofrer uma perda decorrente da mudança do valor de mercado desse ativo. “Este risco exprime quanto pode ser ganho ou perdido quando da aplicação em contratos e outros ativos diante de mudanças em seus preços de negociação” (ASSAF NETO, 2011, p. 136). Com efeito, os títulos de renda fixa também estão sujeitos a risco de mercado, decorrente basicamente da mudança na taxa de juros ao longo do seu período de

maturação. Como exemplo simples, basta imaginar alguém que adquire um título prefixado ou indexado à inflação e, tempo depois, o mercado precifica de modo diferente os juros ou a expectativa de inflação futura. Se o comprador adquiriu uma LTN (título prefixado) que lhe garante juros de 12% a.a. e, no mês seguinte, antes do vencimento, tentar vendê-la em mercado, quando os juros prefixados foram elevados a 13%, haverá, necessariamente, uma perda de seu valor em mercado. Conforme colocado no capítulo 1, os juros, por definição, são a diferença entre o preço presente e o preço futuro do dinheiro. Portanto, estão correlacionados negativamente com o preço do título.

É sobretudo quanto ao risco de mercado que as Letras Financeiras do Tesouro se apresentam nas práticas microeconômicas, como um ativo especial, haja vista não sofrerem significativos impactos quando há alterações nos juros praticados na economia. Dessa forma, acabam exercendo a função, para os aplicadores, notadamente os especuladores e os arbitrádores, de um ativo especial, de um ativo curinga, cujas posições podem ser facilmente montadas ou desmontadas sem maiores preocupações quanto aos riscos. Essa característica torna-se mais facilmente compreendida quando se distinguem as definições de maturidade e de duração de um ativo.

Conforme expõem Bacha & Oliveira Filho, além de, usualmente, definir-se *duração* “como uma medida em número de anos do prazo” do título, que “difere do prazo de vencimento” – da maturidade – “porque leva em conta os pagamentos de juros (cupons) que ocorrem ao longo da vida do título”, outro conceito de *duração* é justamente “o de medir a sensibilidade do preço de mercado de um título a alterações da taxa de juros” (BACHA & OLIVEIRA FILHO, 2007, p. 22). Na linha do que foi dito anteriormente, isto é, da correlação negativa entre juros e preço do ativo, os autores prosseguem:

Como se sabe, quanto maior a taxa de juros, menor o preço de mercado de um título. Esse efeito negativo dos juros sobre o preço é tão mais forte quanto mais longa, e consequentemente quanto maior, for a duração do título.

Nesse contexto, a duração se define como a mudança no preço de mercado de um título que resulta de uma variação de 1% na taxa de juros (normalmente a taxa Selic) usada para calcular os valores presentes dos pagamentos devidos ao longo da vida do título. Por exemplo, uma duração de cinco anos significa que o preço de mercado do título cairá 5% se a taxa de juros subir 1%, e também que o preço subirá 5% se a taxa de juros cair 1%.

No caso das LFTs (...) quando a taxa de juros sobe ou cai 1%, o preço de mercado das LFTs não se altera, independentemente de sua maturidade, pois sua taxa de remuneração, que é a própria Selic, também sobe ou cai 1%. A duração das LFTs, portanto, é igual a zero (ibid., p. 22-23, g.n.).

Assim, independentemente do prazo de vencimento da LFT nela estampado, o seu detentor poderá, na prática, dela se desfazer em mercado, a qualquer momento, considerando sua liquidez, sem sofrer risco significativo de alteração no seu preço, obtendo tranquilamente a remuneração da Selic no período. Os títulos de indexação financeira, enfim, são extremamente vantajosos para as instituições financeiras e para os aplicadores, pois, além de conferir-lhes liquidez imediata, os protegem dos riscos de mercado (MOURA, 2007, p. 249). Figueiredo & Megale apresentam duas possíveis explicações que, diante desse contexto, incentivam os aplicadores a permanecer fortemente posicionados em títulos indexados à taxa Selic. O primeiro deles é a “alta volatilidade das taxas de juros brasileiras”; o segundo, o conforto excessivo que o aplicador assegura ao “manter sua carteira com baixa duração”, o que decorre de nossos juros de curtíssimo prazo elevados (FIGUEIREDO & MEGALE, 2007, p. 161). Na exposição dos autores:

A alta volatilidade das taxas de juros brasileiras é um primeiro aspecto que certamente representa um importante fator de inibição aos investidores de mais longo prazo. Desde 1995, o Banco Central foi obrigado a promover nada menos que sete ciclos de aperto monetário, algo que usualmente impõe perdas importantes a detentores de títulos pré-fixados. A volatilidade da taxa de juros básica (Selic) durante os últimos dez anos foi, portanto, bastante elevada (...). Uma segunda explicação, consequência direta da primeira, é o excessivo conforto que o investidor encontra em manter sua carteira com baixa duração. Taxas de curtíssimo prazo muito elevadas não incentivam o investidor a correr o risco de alongar sua carteira, dado que o prêmio usualmente oferecido pelos contratos futuros de juros é baixo *vis-à-vis* a taxa básica. (Ibid., p. 161-162)

Enfim, é nesse sentido que as LFTs se qualificam como um ativo extremamente útil e dinâmico nas operações, pois protegem os agentes da inflação, conferem-lhes juros reais, haja vista os juros praticados no Brasil, e, mais do que isso, permitem-lhes uma agilidade extrema na condução de suas operações, sem risco de mercado, sobretudo quando o objetivo é obter ganhos de curto prazo. Os aplicadores não só se protegem com as LFTs como nelas encontram um reduto para colocar seus recursos ociosos até encontrar o melhor momento de definir outra aplicação.

Em rigor, apenas não se pode dizer que as LFTs apresentam risco de mercado totalmente nulo porque, assim como os outros títulos, são lançadas ao mercado por meio de leilões e, bem assim, são negociadas em mercado de acordo com a oferta e a procura. Logo, podem apresentar ágio ou deságio relativamente ao valor nominal atualizado (VNA)⁷⁹. Essa possibilidade é lembrada por Arida (2007, p. 238). Entretanto, obviamente,

⁷⁹ “Quando a LFT é vendida com deságio, ou seja, a cotação inferior a 100% do VNA [valor nominal atualizado], isso representa rendimento efetivo acima da variação acumulada da taxa Selic até o vencimento;

tal risco é comparativamente muito pequeno, ou mesmo irrisório, quando comparado ao risco de mercado a que estão sujeitos os demais títulos. De fato, chega a ser um contrassenso destacar os hipotéticos riscos de mercado das LFTs quando elas foram criadas em 1986, conforme visto, justamente com o objetivo de trazer segurança aos credores, em especial aos bancos, e garantir o refinanciamento da dívida pública sob os difíceis anos de crise inflacionária. Enfim, são títulos cuja intenção é justamente tranquilizar o mercado em momentos de maior risco ou mesmo de maior incerteza.

E, finalmente, ponto importante a destacar, na linha de Alkimar Moura, concerne ao fato de que os títulos de indexação financeira “reforçam a posição do Tesouro como garantidor último dos riscos do mercado” (MOURA, 2007, p. 252). Tal como já ocorria na época da inflação elevada, o Tesouro e, portanto, o conjunto da sociedade, arca com a proteção excessiva conferida aos detentores da dívida pública. A indexação da dívida pública à Selic é, nesse sentido, um *hedge* conferido pelo setor público – e pela sociedade – aos credores.

Outro instrumento congênere, de alta liquidez e juros elevados, relacionados às operações de mercado aberto, cujo aumento foi observado nos últimos anos, até mesmo em época que houve redução (em percentual do total de títulos) das LFTs em mercado, são as operações compromissadas. Trata-se de vendas (compras) de títulos já com a garantia de recompra (revenda). Na prática, como visto, são empréstimos em que títulos públicos são dados como garantia. Além de serem praticadas entre agentes privados, as operações compromissadas são também um instrumento de política monetária do Banco Central, que as utiliza nas operações de mercado aberto para controlar a liquidez e buscar a meta da taxa Selic, conforme visto no capítulo 1. De acordo com Francisco Lopreato, as operações compromissadas apresentam peculiaridades no contexto brasileiro:

A autoridade monetária, quando se depara com liquidez excessiva no mercado monetário – seja por fluxo de capital externo e compra de divisas, redução dos depósitos compulsórios e decisão da instituição bancária de não ofertar crédito e reter os recursos em caixa seja por resgate de títulos do Tesouro Nacional ou por opção dos agentes de não renovarem o montante da dívida a vencer – atua por meio de operações compromissadas, com a venda de títulos de sua carteira para recompra em data pactuada.

O uso das operações compromissadas deu a essa prática ares semelhantes ao observado na fase em que toda a riqueza financeira girava no *overnight*, uma vez que os saldos ociosos estão aplicados a curto prazo e a remuneração atrelada à

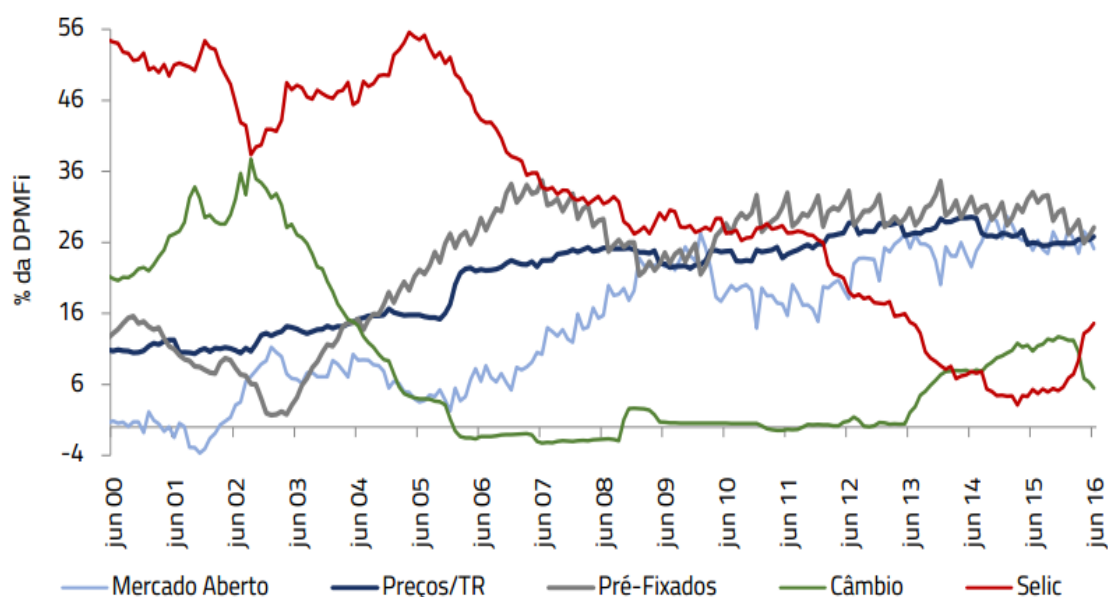
ao contrário, quando o título é vendido com ágio, isto é, a cotação superior a 100% do VNA, isso representa rendimento efetivo inferior à variação acumulada da taxa Selic até o vencimento. Finalmente, se o título é vendido a 100% do VNA, então a sua rentabilidade efetiva será exatamente a variação acumulada da taxa Selic” (BCB, 2015, p. 11).

taxa Selic, isto é, a ação permite valorizar o excesso de liquidez com juros equivalentes aos dos ganhos dos títulos públicos de longo prazo (Selic). (LOPREATO, 2015, p. 29)

Quanto às operações compromissadas, Oliveira chama a atenção para o fato de que a redução do percentual de LFTs emitidas nos últimos anos, em relação ao total da dívida mobiliária, foi acompanhada, em contrapartida, pelo forte crescimento dessas operações. Segundo o autor, “quando se considera a dívida mobiliária federal, observa-se que a dívida pós-fixada indexada à taxa Selic caiu nos últimos anos” (OLIVEIRA, 2015, p. 125). Porém, ao tomar-se como referência a dívida bruta do governo geral (DBGG), que leva em conta os títulos públicos “que lastreiam as operações compromissadas do BCB”, verifica-se que, na verdade, a parcela da dívida indexada à Selic aumentou (ibid.; cf. NAKANO, 2014; SALTO & RIBEIRO, 2015). Conforme visto na seção 2.2, o aumento expressivo das operações compromissadas decorre também da política monetária ortodoxa de esterilização da liquidez, relacionada à entrada de divisas e ao acúmulo de reservas internacionais.

No gráfico a seguir, é possível observar o peso das operações compromissadas, de curtíssimo prazo, ou operações de mercado aberto, realizadas pela autoridade monetária na composição mais ampla da dívida pública. Ou seja, ao se adotar um conceito mais amplo que leve em conta as operações de mercado aberto, e não apenas o conceito de DPMFi (que não leva em conta tais operações da autoridade monetária), fica evidente que o peso da indexação da dívida pública à taxa praticada no *open market* continua significativo na economia brasileira. Ainda que tais operações compromissadas venham a ser substituídas por outro instrumento, tal como títulos de emissão do Banco Central ou mesmo depósitos remunerados voluntários junto a essa autoridade, a questão da indexação financeira permanece, na medida em que o sistema continua a assegurar-se liquidez imediata livre de riscos, bem como remuneração real, aos aplicadores, em especial às instituições financeiras.

Gráfico 3 – Evolução percentual da composição da dívida pública mobiliária explicitando operações de mercado aberto realizadas pelo BCB (posição de custódia)*

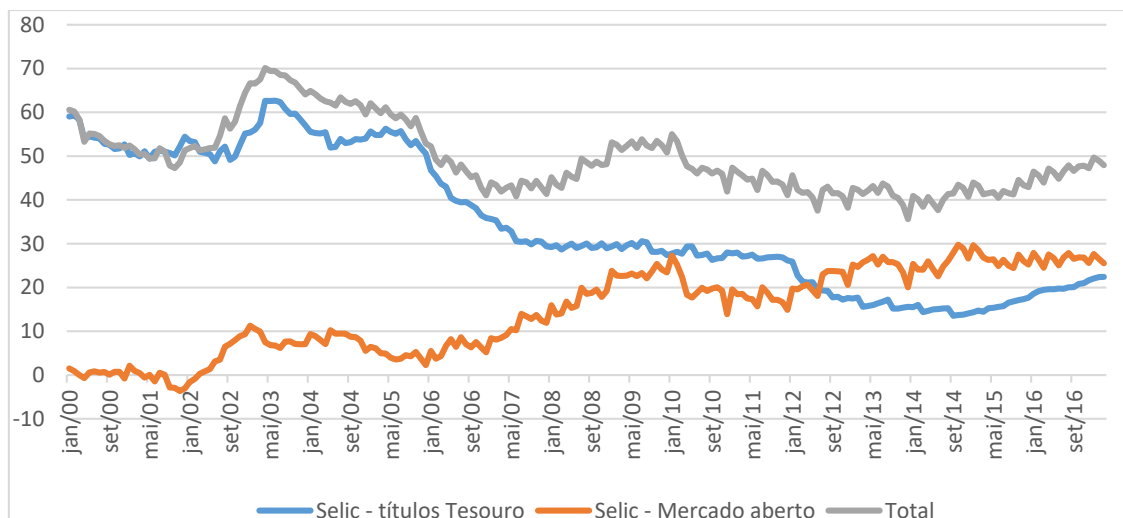


Fonte: BCB, 2016, p. 20.

* Conforme BCB, valores positivos de operações de mercado aberto indicam financiamento tomado pelo BCB). (BCB, 2016, p. 19). Ainda conforme BCB dívida cambial inclui os derivativos cambiais (*swap* cambial).

Sob outro enfoque, é possível destacar apenas a parcela da dívida atrelada à taxa Selic sem apresentar no gráfico os outros componentes da dívida e sem considerar os derivativos cambiais (*swaps* cambiais). Nesse caso, resumimos a apresentação aos títulos do Tesouro indexados à Selic e às operações compromissadas do Banco Central. Sob esse prisma, conforme o gráfico a seguir, verifica-se que o total da dívida atrelada à Selic *over* (Tesouro mais operações compromissadas do Banco Central) oscila persistentemente num patamar acima de 40% da dívida total, havendo momentos em que corresponde a cerca de cinquenta por cento do total. Esse patamar, aliás, corresponde aproximadamente à dívida total indexada à Selic sob a metodologia adotada na compilação dos dados da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG).

Gráfico 4 – Evolução da composição da dívida pública mobiliária – títulos do Tesouro indexados à Selic e operações de mercado aberto (posição de custódia)



Fonte: BCB – gráfico elaborado pelo autor.

Nesse sentido, conforme será abordado mais detalhadamente no próximo capítulo, os juros elevados de curto prazo – com alta liquidez e risco de mercado muito reduzido – corroboram para a manutenção de um ambiente de instabilidade, em que a lógica do curto prazo, das operações especulativas e de arbitragem, ganha proeminência em detrimento das contas públicas e do desenvolvimento econômico.

Postas as principais características históricas do surgimento da indexação e de seu alastramento e intensificação sob a forma de indexação financeira diária, bem como a definição técnica de ativos de indexação financeira à Selic, cabe seguir adiante, com uma contextualização do problema sob a perspectiva contemporânea. Assim, analisam-se, no capítulo seguinte, impactos da indexação financeira da dívida pública no bojo de um processo mais global de financeirização econômica, em que a lógica de curto prazo tende a sobrepor-se ao investimento de longo prazo, bem como as consequências da indexação financeira a juros elevados sobre a política macroeconômica, como entrave ao pleno desenvolvimento com distribuição de renda.

CAPÍTULO IV – OS IMPACTOS DA INDEXAÇÃO FINANCEIRA DA DÍVIDA PÚBLICA SOBRE A ECONOMIA

Neste capítulo, analisam-se mais especificamente os problemas atuais que a indexação financeira sobre a dívida pública acarreta na economia brasileira. Com efeito, além dos juros altos de curto prazo, a característica própria das LTFs (*duration zero*) e instrumentos congêneres implica ainda maiores obstáculos ao desenvolvimento da produção. Serão avaliados, nesse aspecto, os entraves ao desenvolvimento dos setores não financeiros. Alguns elementos pontuais da questão cambial que está subjacente à estrutura econômica adotada no Brasil – relacionados à arbitragem e ao *carry trade*⁸⁰ – também são abordados neste capítulo.

Além disso, as considerações apresentadas são relacionadas a problemas macroeconômicos de ordem fiscal, monetária e de distribuição de renda. Desse modo, ficará mais claro que a indexação financeira se configura como um mecanismo que, sob o pretexto de permitir o financiamento público sob um cenário de risco, acaba, na realidade, por comprometer tanto o aperfeiçoamento da política econômica quanto a melhor distribuição da renda entre os diversos setores sociais.

4.1 A Financeirização dos mercados: os ativos indexados aos juros do *overnight* como referência

Ao longo deste trabalho, já se observa que, mesmo sob a ótica do risco probabilístico, os ativos indexados à taxa Selic se configuram como um porto seguro diante dos demais ativos financeiros, incluídos os demais títulos públicos. Agora, tal segurança de deter LTFs e ativos congêneres, comparativamente à manutenção de outros ativos, ficará ainda mais evidente, pois a questão será exposta com amparo no conceito keynesiano de *incerteza* (não probabilística) que invariavelmente, em maior ou menor grau, interfere na decisão de investimentos futuros produtivos por parte dos empresários capitalistas.

⁸⁰ O *carry trade*, de modo geral, consiste na operação de tomar recursos em países com taxas de juros mais baixas e aplicá-los em países onde os juros são mais elevados, a fim de obter o rendimento com a diferença entre tais taxas. Há um caráter especulativo caso o agente que efetua tal operação não proceda à uma adequada cobertura cambial; se houver cobertura cambial, a operação é basicamente de arbitragem entre taxas de juros em diferentes praças financeiras. Autores como Pedro Rossi, entretanto, preferem reservar o termo *carry trade* apenas para as operações especulativas (cf. ROSSI, 2016, p. 49).

Sob o cenário de uma economia financeirizada e de juros de curto prazo elevados, com mecanismos de indexação, tal como ocorre no Brasil – tema apresentado sobretudo ao longo do capítulo anterior –, os investimentos de longo prazo são afetados, dentre outros motivos, porque a incerteza inerente ao seu futuro sucesso se compara com a “certeza” dos títulos *risk free* e bem remunerados assegurados pelo próprio Estado, o qual acaba assumindo os riscos e socializando as perdas no lugar dos capitalistas. Obviamente, os juros baixos não são suficientes ao investimento, que depende, ademais, da eficiência marginal do capital e da propensão a consumir, mas são também determinantes do investimento. Além disso, não se trata apenas de juros elevados, mas de juros indexados à taxa Selic, o que privilegia a especulação financeira e a arbitragem, em detrimento do investimento de longo prazo.

As operações no mercado financeiro, ainda que realizadas com títulos públicos, também importam certa dose de incerteza, e não meramente de risco calculável. Evidentemente, não há meios infalíveis de apurar, com antecedência, bruscas guinadas no mercado ou situações de insustentabilidade fiscal do Estado que o levem a uma moratória. Entretanto, dado o grau de liquidez muito mais elevado dos ativos financeiros, em especial dos títulos públicos e, marcadamente, das LFTs, a incerteza que os envolve é, do ponto de vista da preferência pela liquidez do público e dos bancos, muito menor do que aquela relativa à decisão de proceder a novos empreendimentos produtivos, cujo grau de liquidez, por envolver a compra de ativos fixos e outros bens de capital, é muito reduzido. Nesse sentido, cabe recordar a questão dos juros e da preferência pela liquidez, conforme fórmulas colocadas no capítulo 1 desse trabalho (seção 1.3), em que os agentes farão suas escolhas comparando graus de liquidez (l), níveis de rentabilidade (q), custos (c) e ganhos ou perdas de capital (a).

Conceitos keynesianos como os de incerteza e de convenções são importantes para compreender os mecanismos também subjetivos que regem a tomada de novas decisões de investimento, bem como o motivo que leva os capitalistas, em momentos de maior incerteza e da alternativa confortável de ativos líquidos a juros elevados, a não empreender. A incerteza decorre de que não há como antecipar matematicamente com plena segurança o resultado futuro das decisões de investimento a serem tomadas no presente. É nesse contexto que Keynes se vale da expressão “espíritos animais” para destacar que essas decisões, notadamente aquelas de grande impacto inovador, dificilmente seriam tomadas tão-somente com base em cálculos matemáticos prévios. Sem dúvida tal

lado instintivo ou irracional de modo algum afasta o lado providente e racional do ser humano, porém também é fundamental na compreensão do problema relativo à decisão de gasto produtivo pelo capitalista. Nas palavras de Keynes:

Disso não devemos concluir que tudo depende das ondas de psicologia irracional. Pelo contrário, o estado da expectativa de longo prazo é frequentemente estável e, mesmo quando não o é, os outros fatores exercem os seus efeitos compensatórios. Só lembramos que as decisões humanas que afetam o futuro – sejam elas pessoais, políticas ou econômicas – não podem depender da estrita esperança matemática, uma vez que as bases para realizar semelhantes cálculos não existem e que o nosso impulso inato para a atividade é que faz girar a máquina. Quanto à nossa faceta racional, envia os melhores esforços para escolher entre as diversas alternativas, calculando sempre que pode, mas cedendo muitas vezes aos impulsos do capricho, do sentimento ou da sorte. (KEYNES, 2012, p. 145-146)

A estabilidade das expectativas está ligada, no mais das vezes, ao que Keynes denominou de convenções, isto é, “em pressupor que o estado de coisas existente continuará por tempo indefinido, a não ser que tenhamos razões específicas para esperar uma mudança” (ibid., p. 136). Obviamente Keynes não está a dizer que os indivíduos sempre acreditarão que a economia permanecerá igual, tampouco está a negar a importância da realização de cálculos de previsibilidade. Entretanto, ele destaca que os métodos de cálculo tandem a partir desse “estado de convenção”, isto é, do estado de coisas conhecido. Para ele, “o método convencional de cálculo (...) será compatível com um considerável grau de continuidade e estabilidade nos nossos negócios, *enquanto pudermos confiar na manutenção da convenção*” (ibid, p. 136, grifos no original)⁸¹.

Esse estado de convenção no Brasil está muito ligado ao nosso histórico de juros elevados e sem risco, o que, em contrapartida, limita as decisões de investimento produtivo. Mais uma vez é importante reforçar que o patamar do juro, por si só, não impede o investimento, mas é também uma variável que interfere na sua realização. Além disso, nossos títulos de indexação financeira apresentam não somente juros reais elevados, mas, uma vez que são indexados à taxa Selic *over*, apresentam reduzidos riscos de mercado, crédito e liquidez.

⁸¹ De acordo com Aglietta, “quando a informação disponível do momento da decisão de investir não permite o cálculo dos elementos da melhor decisão possível, as empresas ficam com a opção reduzida de aceitar um projeto ou renunciar a ele. Elas têm a opção de esperar. Uma empresa que espera prevê que terá informações suplementares que influenciarão as condições de suas escolhas. Mas ela não pode prever desde já o que serão exatamente essas informações. Por isso, a decisão de investir é uma aposta incerta”. (AGLIETTA, 2004, p. 114).

Ademais, os juros, e em especial os juros pagos pelo Estado, referenciam em boa medida as demais aplicações financeiras e, bem assim, em certa medida, as demais decisões de investimento⁸². Para Schumpeter, ainda que os juros, em essência, sejam uma fração do lucro empresarial, as práticas cotidianas de mercado os tornam um grande referencial na tomada de decisões, de modo que passam a ser encarados de modo externo à efetiva produção de riqueza nova.

O fator fundamental e central é o juro sobre o poder de compra. O rendimento de todas as outras fontes permanentes de renda é comparada a ele, e, de acordo com ele – em consequência da existência do juro – o seu preço é fixado pelo mecanismo concorrencial de tal modo que não se comete nenhum erro na prática ao se conceber o rendimento do capital potencial como juro real. Na realidade, portanto, todo rendimento permanente está ligado ao juro; mas apenas externamente, apenas na medida em que a magnitude a que está relacionado é determinada pelo nível do juro (...). (SCHUMPETER, 1988, p. 136)

Os demais rendimentos, para Schumpeter, não são juros, mas são tratados como se o fossem – a eles se exige que ao menos remunerem tal como os juros. Quando os juros são elevados e sem riscos, tal como ocorre no Brasil, a exigência de que os empreendimentos produtivos respeitem tal patamar – ou piso – interfere sobremaneira na tomada de decisões empresariais, tanto sob o aspecto do cálculo do custo de oportunidade, ou seja, aplicar financeiramente ao invés de empreender, quanto no que concerne à necessidade de financiamento pelo setor produtivo que será obtido – via de regra a juros elevados. E, ainda quando decide por investir, o empresário tenderá a buscar de forma demasiadamente agressiva o retorno sobre o capital investido, seja às custas dos trabalhadores, da sociedade em geral ou mesmo do meio ambiente, aspectos que também não devem ser perdidos de vista. Mais adiante, quando seção 4.2, sobre o capital não financeiro, será abordada a lógica de curto prazo a que se rendem os administradores.

Enfim, ainda de acordo com Schumpeter, pode-se dizer que, no mundo moderno, o juro adquire um caráter normativo nas análises e decisões econômicas, transformando-se em um “barômetro de toda a situação econômica”, de tal forma que “é necessário levá-lo em consideração no que diz respeito a praticamente todas as ações econômicas e ele entra em todas as deliberações econômicas” (SCHUMPETER, 1988, p. 137).

⁸² Trata-se, aliás, de outro dos objetivos da dívida pública, conforme visto anteriormente, qual seja, de fixar um “referencial de longo prazo para o financiamento do setor privado” (PEDRAS, 2009, p. 58), além dos objetivos de financiamento do setor público e de promover instrumento de política monetária. Ver seção 1.4, sobre a dívida pública.

A liberalização financeira ainda acentuou mais tal característica, reforçando a lógica (ou a ficção) de que a riqueza geraria mais riqueza por si só, de modo autorreferente, segundo as transações do mercado financeiro. A produção de novos bens e serviços passa a ser vista de forma acessória, quase marginalizada, tamanha a hipertrofia das finanças. Nesse sentido, ao invés de promoverem novos investimentos, acabam as finanças por tornarem-se disfuncionais. De acordo com Michel Aglietta, na linha dos economistas heterodoxos que não admitem as finanças como mecanismos neutros do sistema econômico, tal constatação de modo algum pode passar despercebida nas análises econômicas (AGLIETTA, 2004, p. 27 e 29).

Elemento a ser destacado no capitalismo contemporâneo, em que os juros de curto prazo assumem caráter normativo e fundamental nas decisões e práticas cotidianas, é que eles se tornam a referência, ou o *benchmark*, de todas as demais condutas a serem adotadas pelos agentes econômicos. Isto é, os juros básicos – que tanto fixam o patamar dos demais contratos financeiros quanto também remuneram os credores do Estado – tornam-se os elementos centrais de qualquer conduta econômica, que os tomará como referência.

Se mesmo em países em desenvolvimento os juros já assumem esse protagonismo, tal como se verifica em cada debate sobre os rumos da taxa Selic, a dinâmica é também evidente em âmbito internacional, em que as obrigações emitidas pelos países desenvolvidos são tidas como plenamente livres de risco, e “usadas como referência para toda a estrutura de preços dos ativos financeiros, as *benchmarks* a partir das quais os outros ativos são avaliados diferencialmente” (AGLIETTA, 2004, p. 51). A diferença fundamental, entretanto, é o patamar de juros elevados praticado no Brasil e a indexação de parcela considerável de sua dívida pública à taxa de juros de curtíssimo prazo, a Selic.

Em momentos de crise, os aplicadores se voltam aos ativos financeiros mais líquidos, em especial às LFTs e congêneres, em um comportamento pró-cíclico que tende a intensificar a piora do estado da economia. Até certo ponto, os mercados financeiros são capazes de garantir a liquidez dos agentes interessados em sair da órbita produtiva e ingressar na proteção dos haveres monetários. Entretanto, cabe lembrar o que já foi exposto no capítulo 1, no sentido de que a liquidez depende da confiança, não é um atributo intrínseco ao título em que a dívida está representada. De acordo com Aglietta, há que se ter em conta a “convenção financeira” (2004, p. 57-59), que também é precária:

Uma vez que o preço no mercado secundário de um título é de aceitação comum, é o preço pelo qual todo interveniente pode comprar ou vender títulos em um

dados momento. Quando o mercado é organizado tendo em vista tornar essas transações possíveis, ele é líquido. Todo investidor pode transformar o valor de seus títulos em moeda ao preço considerado. Entretanto, se todos os investidores quiserem ceder seus títulos ao mesmo tempo, eles ficarão frustrados, pois a liquidez não é uma característica intrínseca ao título. Ela é a expressão da confiança da comunidade financeira em seu conjunto no preço de mercado, de tal modo que se um interveniente quiser vender seus títulos um outro poderá aceitar comprá-los a esse preço. (Ibid.)

Portanto, em momentos de intensificação de crises, mesmo o refúgio, até então considerado seguro, dos títulos financeiros em face de novos investimentos desmorona. Em casos mais graves, sobretudo em países periféricos que não emitem a moeda de referência internacional numa economia globalizada, mesmo os títulos e obrigações públicas são postos em xeque. Em casos como esses, volta o interesse da comunidade por ativos reais, fazendo desabar o castelo financeiro anteriormente construído. Nesse sentido, paradoxalmente, é o desejo exacerbado pela proteção conferida pelos ativos financeiros, desvinculados da lógica da produção, que provoca as crises.

Conforme temos enfatizado desde o início deste trabalho, o Brasil insiste em manter a lógica autorreferencial da acumulação financeira por meio dos títulos públicos indexados à taxa Selic diária, ao ponto de comprometer a atividade produtiva e o desenvolvimento econômico. Tal fenômeno, ainda que de alguma forma mitigado após a estabilização dos preços, permanece como um fator crucial de nossas deficiências econômicas, além de se configurar em uma espécie de problema latente, que se mostra especialmente problemático em momentos de crise ou de retração econômica, quando os agentes migram em massa para os ativos líquidos, inibindo ainda mais os investimentos produtivos e sobrecarregando o orçamento público.

Em momentos de crescimento econômico e constatação pelos capitalistas de outras oportunidades mais lucrativas, os títulos financeiros tendem a exercer menor atração. Além disso, no Brasil, em momentos de expectativas de queda na taxa de juros Selic, a atração dos títulos públicos de indexação financeira sobre os agentes tende a se reduzir sensivelmente. Entretanto, em momentos de crise, incerteza e, mais ainda, quando a expectativa é de aperto monetário, os títulos de indexação financeira voltam a ser demandados pelo público, o que é atendido pelo Estado, diante da institucionalidade histórica que se criou no Brasil.

Tal como Belluzzo & Almeida já destacavam para o período da inflação elevada, “com a emissão de moeda indexada (...), os governos garantiram aos agentes privados a possibilidade de arbitragem entre ativos financeiros, absorvendo, mediante desequilíbrios

fiscais e patrimoniais crônicos, os riscos de taxas de juros e os riscos cambiais” (BELLUZZO & ALMEIDA, 2002, p. 18). Esse *hedge* contra o risco de mercado, na espécie risco de juros, continua a ser conferido pelo setor público aos agentes privados, ora sob um referencial de juros de curtíssimo prazo excessivamente elevados e a manutenção de uma institucionalidade de indexação financeira.

Essa situação dos anos 1980 e início dos anos 1990, descrita por Belluzzo & Almeida, permanece, ainda que sob outro cenário, até hoje. Com a manutenção da indexação financeira, os agentes privados não assumem riscos coerentes com a ordem capitalista, transferindo-os ao Estado. Além disso, continuam a praticar operações de arbitragem, em especial nos mercados monetário e cambial. Por outro lado, aqueles que realmente querem empreender encontram-se submetidos à incerteza radical quanto à validação futura de suas apostas produtivas.

Quando se trata de observar o comportamento de nossa economia diante da existência de títulos de indexação financeira, aspecto importante é a questão de que os juros básicos de nossa economia interferem em todo o conjunto das operações financeiras e, além disso, nas decisões de investimento produtivo. Lembre-se que esses títulos vinculam também boa parte da dívida pública. Assim, permite-se aos aplicadores recorrer, sempre que quiserem e às custas do endividamento público, a estes ativos *sui generis*, de alta remuneração e baixíssimo grau de risco, que são os títulos públicos indexados à taxa Selic.

Com efeito, os juros básicos da economia estruturam toda a curva de rentabilidade dos ativos, por serem a referência principal do mercado financeiro⁸³. Por essa razão, quando os juros praticados no sistema SELIC são não apenas elevados, mas também indexador de um ativo, em especial a LFT, que pode a qualquer momento ser comprado ou vendido em mercado, abre-se margem a constantes operações especulativas e de arbitragem, notadamente diante do ambiente financeirizado e aberto de nossa economia.

É verdade que, no Brasil, boa parte das operações e das comparações entre rentabilidades leva em conta a taxa DI. Entretanto, em termos práticos, em que pesem as peculiaridades e até mesmo certas contradições e suspeitas quanto a essa taxa

⁸³ Por trás dessa afirmação está a discussão acerca dos mecanismos de transmissão da política monetária. A autoridade monetária fixa, exogenamente, a taxa de curto prazo, buscando influenciar o comportamento dos agentes no mercado (CARVALHO *et al.*, 2015, p. 220). Cf. Carvalho *et al.*, 2015, p. 199-220 e, especialmente quanto ao Brasil, p. 225-226.

interbancária, ela, via de regra, acompanha a taxa básica de nossa economia, a Selic⁸⁴. Conforme relembram Leite & Arvate (2002), tamanho é o carregamento de títulos públicos pelas instituições financeiras, que não há grande diferença de longo prazo entre a taxa Selic, “que representaria o risco público, e a taxa do CETIP [a taxa DI], que representaria o risco privado”. Nas palavras dos autores, o “excessivo montante de títulos públicos no Ativo” das instituições financeiras fez com que seu risco privado “fosse considerado o risco público” (LEITE & ARVATE, 2002, p. 74).

Esse fenômeno, ademais, demonstra como, no caso peculiar do Brasil, diferentemente do que ocorre em outros países, as instituições financeiras, especialmente bancárias, encontram-se demasiadamente protegidas pelo setor público – até mesmo mais do que se poderia exigir para fins de evitar riscos sistêmicos –, havendo uma hipertrofia do setor financeiro em detrimento da proteção dada aos demais setores econômicos.

Destaca-se, nesse aspecto, o peso da dívida pública e, em especial, da dívida flutuante (LFTs) e das operações compromissadas de curto prazo lastreada em títulos federais, que é consideravelmente significativo no segmento dos fundos de investimento brasileiros. Conforme dados da Secretaria do Tesouro Nacional (2017), 58% da composição da carteira de títulos públicos dos fundos de investimento é formada por títulos de taxa flutuante (LFTs). Além disso, dados da ANBIMA (2017) revelam que, da composição total de ativos dos fundos de investimento, 24,11% são operações compromissadas com títulos federais e 48,69%, títulos públicos federais em geral⁸⁵.

Dito isso, observa-se que, com efeito, a economia brasileira se encontra aprisionada na lógica do curto prazo, o que, em grande parte, decorre de nossa história

⁸⁴ A taxa DI é a taxa de nosso mercado interbancário, sendo a taxa DI *over* a taxa média das operações de depósitos interfinanceiros de um dia pactuadas no mercado interbancário (CARVALHO *et al.*, 2015, p. 211). Curiosamente, a taxa DI costuma ficar levemente abaixo da taxa Selic. Além disso, nos últimos anos, vem-se observando, cada vez mais, uma redução no número de operações efetivamente realizadas entre bancos, por meio de títulos interbancários (em que pese o volume considerável de contratos financeiros que a taxa praticada neste número restrito de operações interbancárias indexa), o que gera até mesmo dúvidas ante o risco de manipulação de tais taxas pactuadas no interbancário, sobretudo após o escândalo da taxa Libor (um “similar” inglês de nosso DI). Ver, para maiores detalhes: Carvalho *et al.*, 2015, p. 211; Rubik & Costa, 2008; Modé & Fernandes, 2012; Bittencourt *et al.*, 2013.

⁸⁵ Se extrairmos desses 48,69% a parcela indexada à Selic (LFTs), temos cerca de 28,24% do total geral de ativos (públicos e privados) em LFTs nas carteiras dos fundos de investimento. Se incluirmos as operações compromissadas (24,11%), verificamos que aproximadamente 52,35% da carteira total dos fundos de investimento das 30 maiores administradoras do *ranking* global da ANBIMA é composto por títulos de *duration* muito baixa (ANBIMA, 2017; STN, 2017, p. 39). Se tomássemos em consideração apenas fundos de curto prazo e fundos referenciados DI, a participação de operações compromissadas e LFTs seria ainda maior, até mesmo diante de exigências regulatórias. Ainda conforme a STN, o governo vem fazendo um esforço, especialmente no que concerne aos fundos de previdência, para que se reduzam os estoques de operações compromissadas e títulos públicos federais indexados à Selic (STN, 2017, p. 38).

econômica, cuja indexação financeira, conforme visto no capítulo anterior, é um componente essencial dessa distorção. Essa lógica compromete a economia porque os próprios agentes, ao atuarem no contexto microeconômico, estão mais preocupados em garantir operações rentáveis de curto prazo (acima da SELIC) e não propriamente em conduzir verdadeiros investimentos produtivos de longo prazo, submetidos a elevada dose de incerteza. Carvalho *et al.* destacam esse problema de nossa economia:

Esse encurtamento de horizontes criado por décadas de experiência com a instabilidade macroeconômica tornou os agentes econômicos supersensíveis a eventos ou a sinais de curto prazo. Assim, acompanha-se a trajetória de taxas de juros como a taxa SELIC ou do custo de crédito de curto prazo (até um ano) como se os sinais emitidos por essas taxas fossem relevantes mesmo para decisões de horizonte mais prolongado. Esta supersensibilidade seria reforçada pelo nível das taxas de juros, que, como já se observou, mantém-se extraordinariamente elevado. Quando a taxa de juros de curtíssimo prazo situa-se em faixas com pisos de dois dígitos, as decisões de produção e investimento não são afetadas pelas taxas de juros mais longas, mas diretamente pela própria taxa de curtíssimo prazo. (CARVALHO *et al.*, 2015, p. 226)

Portanto, a existência da indexação financeira, aliada à manutenção de juros de curto prazo elevados, compromete a estrutura de investimento e produção da economia, na medida em que provoca a migração dos fluxos financeiros para a lógica do *overnight*, em torno da dívida pública, sem qualquer compromisso mais direto com o desenvolvimento econômico. Na seção seguinte, tratamos das dificuldades ao capital produtivo.

4.2 Dificuldades ao capital não financeiro

Na presente seção, será tratado com mais detalhes um dos impactos da financeirização e da indexação financeira na economia brasileira, qual seja, aquele que atinge os empreendimentos produtivos ou não financeiros de um modo geral. E, mais especificamente, aqueles que interferem na condução das sociedades anônimas, notadamente as abertas, isto é, aquelas cujas ações são negociadas em bolsas de valores instáveis e voláteis.

Não é tarefa fácil manter a economia produtiva e industrializada sob um cenário de forte financeirização e de alta preferência pela liquidez. As próprias empresas ditas produtivas rendem-se ao capital financeiro. De início, o que se verifica é que o sistema continuamente beneficia os setores mais envolvidos com a intermediação financeira e com a obtenção de renda decorrente do retorno sobre ativos financeiros do que aqueles que

estão submetidos à lógica da produção, sejam empreendedores ou trabalhadores. Na abordagem de Alkimar Moura, o que ocorre é o seguinte:

Como ativo de última instância, a LFT fornece hedge contra choques imprevistos na taxa de juros, imunizando o sistema financeiro, mas transferindo, em contrapartida, praticamente todo o seu impacto para setores não-financeiros, que experimentam os efeitos de juros mais altos sob a forma de diminuição nas vendas e queda na atividade econômica. Trata-se, parece-me, de mais um exemplo do funcionamento de um velho dilema: protege-se um setor e, ao mesmo tempo, dificulta-se a vida de outro. (MOURA, 2007, p. 247)

Com o tempo, o que a financeirização em âmbito mundial tem demonstrado é que mesmo os setores ditos não financeiros acabam por submeter-se à lógica do curto prazo, buscando incessantemente aumentar seus lucros sem maiores preocupações com o investimento de longo prazo. Como não poderia deixar de ser, no resultado agregado da economia, esse comportamento enseja crises e enfraquecimento do processo de desenvolvimento econômico.

Na seção anterior foi possível verificar que os empresários que pretendem inovar lançando novos produtos ou serviços estão constantemente às voltas com um ambiente de elevada incerteza, bem como contando com a manutenção de certas estruturas convencionais do ambiente econômico. Quando percebem que o ambiente econômico-financeiro do país privilegia a mera abstinência em consumir – ainda que consumir produtivamente, isto é, investir –, eles veem como um elemento importante em suas análises de viabilidade de projetos os custos de oportunidade decorrentes de manter seu capital em ativos financeiros líquidos.

Porém, ainda quando efetivamente se voltam a atividades produtivas, eles acabam, de qualquer forma, a sofrer a influência, agora das “convenções financeiras” (AGLIETTA, 2004, p. 59), que lhes impõem uma administração mais voltada a objetivos de curto prazo e de remuneração rápida dos acionistas – quer via pagamento de dividendos quer por meio de ganhos de capital especulativos na compra e venda de ações em bolsa. Essa lógica é promovida em grande parte pelos assim chamados “investidores institucionais”⁸⁶, que almejam o máximo retorno no mínimo espaço de tempo.

Conforme Aglietta, o controle das empresas pelo mercado e pelo mecanismo das bolsas de valores é, ao mesmo tempo, “uma oportunidade de crescimento externo para as empresas com alto valor nas bolsas”, como também “uma ameaça de aquisição hostil de

⁸⁶ Convém lembrar, em linha com o que temos defendido neste trabalho, que eles não necessariamente investem, mas aplicam financeiramente seus recursos ociosos.

empresas cuja avaliação pública as transforma em presas”. Diante disso, os administradores empenham-se em “fazer da maximização do valor das ações o seu objetivo”, sendo que, muitas vezes, “o papel preponderante desempenhado pelo rendimento financeiro, comparado à norma que o mercado impõe à categoria de empresa considerada, incita as empresas a se endividarem” (AGLIETTA, 2004, p. 35-37; cf. KEYNES, 2012, p. 137-138).

O mecanismo de funcionamento das empresas produtivas não deixa, obviamente, de ter consequências. Se, a princípio, pode estimular melhores resultados e melhor eficiência na dinâmica empresarial, também se mostra, certamente, como mais um elemento de intensificação da lógica autorreferente da criação de valor sem necessariamente produzir melhores condições de vida à sociedade. Além disso, muitas vezes se intensificam, na busca irrefletida por melhores resultados, as práticas de atos ilegais, as infrações à legislação trabalhista e as agressões ao meio ambiente.

A lógica por trás dessa nova forma de negociação de ações, que impacta fortemente a estrutura das empresas, é, sob a ótica marxista, a dominância do capital financeiro de curto prazo (SERFATI, 2016, p. 6), em que os adquirentes dos títulos pretendem auferir lucros sem passar pela lógica da produção. De acordo com Chesnais:

A posição ocupada pela propriedade bursátil do capital coloca nas mãos dos proprietário-acionistas (que detêm ao mesmo tempo os serviços da dívida pública, que fazem dos governantes seus “devedores”) os meios de influir na repartição da renda em duas dimensões essenciais: o da distribuição da riqueza produzida entre salários, lucros e renda financeira, e a da repartição entre a parte atribuída ao investimento e a parte distribuída como dividendos e juros – essa parte é consumida ou destinada ao “moderno entesouramento”, em que os capitais são cativos da finança e redirecionados continuamente para aplicações em títulos. (CHESNAIS, 2005, p. 48)

Quem assume o protagonismo, em nome das finanças, são, via de regra, as grandes corporações financeiras, notadamente os assim chamados “investidores institucionais”, que acumularam enormes quantidades de dinheiro e ativos financeiros, sobretudo em virtude dos lucros empresariais não reinvestidos e do desenvolvimento das formas de aposentadoria por capitalização, no lugar dos regimes públicos de previdência (cf. *ibid*, p. 36)⁸⁷. Mas, com efeito, os “investidores” não se resumem a estes, mas incluem também as sociedades seguradoras, os *hedge funds* etc. Plihon indica quem são,

⁸⁷ Para Rosa Maria Marques – seguindo linha de abordagem marxista –, “o único interesse” que o capital fictício “tem em relação às políticas sociais é na transformação dos sistemas públicos de aposentadoria (de repartição) em sistemas privados, de capitalização, como forma de amealhar mais recursos para suas atividades especulativas” (MARQUES, 2015, p. 18).

basicamente, esses atores e a razão de terem seu poder intensificado ao longo dos últimos anos:

Esses investidores institucionais agrupam três categorias de atores: os fundos de pensão, os fundos mútuos (OPCVM na França) e as sociedades seguradoras. O aumento do poder desses atores financeiros nos principais países industrializados ao longo das duas últimas décadas, que constitui uma das principais características do novo capitalismo financeiro, explica-se pela importância assumida pela acumulação financeira das famílias (especialmente para o financiamento das aposentadorias por capitalização) e pelo papel crescente da gestão coletiva da poupança. (PLIHON, 2005, p. 136)

Do ponto de vista da racionalidade (ou irracionalidade) da nova configuração financeira do capitalismo, o objetivo almejado é o de obter rentabilidade de curto prazo ou, mesmo que em prazo maior, caso em especial de fundos de previdência em alguns países desenvolvidos, ainda assim de forma totalmente alheia à esfera da produção, sem maiores preocupações com a efetiva geração de riqueza, e muito menos com sua distribuição. Isto é, sem realmente interessar-se pela consecução efetiva da produção que, ao final, valide as aplicações financeiras.

Especialmente no caso do Brasil, mesmo os fundos de previdência concentram suas aplicações no curtíssimo prazo, numa exacerbação da lógica financeira alheia à efetiva produção econômica que promova o desenvolvimento do país. Nesse sentido, na linha da abordagem de Gustavo Franco, há uma dependência mútua entre Tesouro e a “indústria de fundos”:

É claro, portanto, que há uma dependência mútua entre o Tesouro e a indústria de fundos, intermediada pelas LFTs. O público, mal acostumado, exige liquidez diária, o regulador assim o sanciona, invocando inclusive a “proteção ao investidor”, os fundos são obrigados a carregar LFTs ou operações compromissadas remuneradas pelo *overnight*, e o Tesouro e o Banco Central não têm dificuldade de rolar a dívida pública. (FRANCO, 2007, p. 288-289)⁸⁸

Ademais, é relevante destacar que, sob o rótulo de “minoritários”, muitas vezes os acionistas – notadamente “investidores institucionais” – que detêm participação acionária sem gerir diretamente a empresa acabam por impor sua lógica rentista de curto prazo aos dirigentes. Contraditoriamente, provocam uma conduta cada vez mais irresponsável por parte desses dirigentes que, ao final do processo, implicam prejuízos àqueles que efetivamente aplicam suas poupanças por meio desses “investidores institucionais” –

⁸⁸ Especificamente quanto aos fundos de previdência aberta, recentemente o governo fixou normas, em especial a Resolução nº 4.444/2015 do Conselho Monetário Nacional, voltadas à diversificação das carteiras, limitando as operações compromissadas e estabelecendo prazos médios mínimos (cf. STN, 2017, p. 38).

poupadores, segurados da previdência privada ou de outras formas de seguro e, enfim, da coletividade.

Os princípios seguidos pelo atual capitalismo financeiro sobre as empresas produtivas são, para Plihon, os seguintes: a) “as empresas devem estar organizadas de maneira que o controle externo pelos acionistas possa se exercer plenamente”; b) “os objetivos perseguidos pelas empresas devem ser orientados prioritariamente à ‘criação de valor acionário’, isto é, à maximização do valor do patrimônio dos acionistas” (PLIHON, 2005, p. 140).

Um ponto muito interessante a destacar desse comportamento é a fixação *a priori* da taxa de rentabilidade desejada pelos aplicadores, de modo exógeno ao universo da produção. Tal característica decorre de tomar-se a ação (uma parcela da propriedade da empresa) como um mero ativo financeiro que deve atender às expectativas de rentabilidade acima de um *benchmark* (ibid., p. 140-141) – na prática, conforme Plihon, “o famoso ROE de 15%” (ibid, p. 144)⁸⁹.

A busca inconsequente pela maior rentabilidade possível fragiliza a estrutura financeira da empresa e dificulta sobremaneira a realização de novos investimentos produtivos, notadamente quando os acionistas estão mais interessados no recebimento rápido de dividendos, ou mesmo em ganhos de curto prazo, via compra-e-vendas especulativas, do que em efetivos investimentos produtivos e novas riquezas a serem geradas pelo empreendimento produtivo. Mais do que isso, muitas unidades produtivas ou divisões internas às empresas, ainda que lucrativas, pelo simples fato de não atingirem o *benchmark* almejado, acabam sendo desinstaladas ou substituídas por relações globalizadas de terceirização, frequentemente às custas da exploração de mão-de-obra barata em países periféricos (cf. ibid., p. 141-142, SERFATI, 2016, p. 31-32)⁹⁰. Esses *benchmarks*, no caso brasileiro, são notoriamente elevados, diante de nosso quadro institucional de juros elevados e títulos indexados à taxa Selic, de remuneração diária e sem riscos. Conforme ressaltado ao longo de toda a abordagem, essa conformação institucional de nossa economia facilita as meras aplicações e reaplicações financeiras, sem maiores preocupações com o investimento de longo prazo.

⁸⁹ ROE (*return on equity*) em português é o retorno sobre o patrimônio líquido.

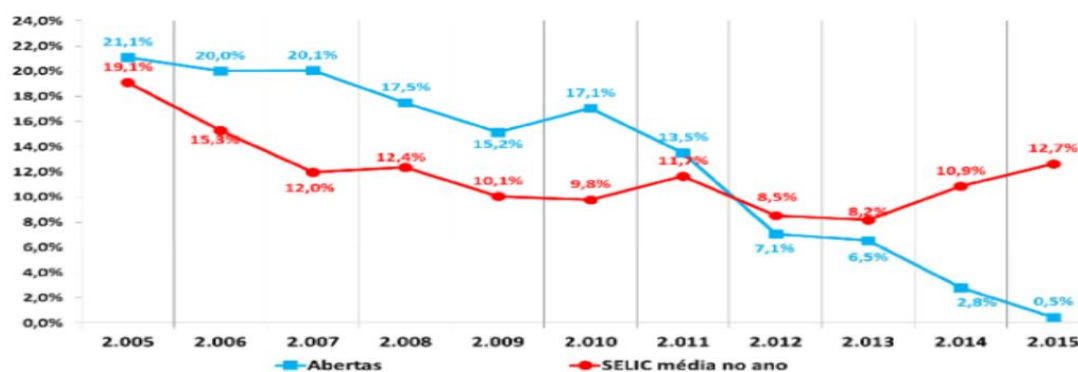
⁹⁰ De qualquer forma, na ótica marxista de Chesnais, “o capital sofre de uma falta aguda de mais-valia, que a superexploração dos trabalhadores empregados (graça ao exército industrial de reserva) e à pilhagem dos recursos do planeta compensam cada vez menos” (CHESNAIS, 2013, p. 34).

Paradoxalmente, essa tentativa exagerada de superar o elevado *benchmark* representado pela taxa Selic promove crises, quando todos os agentes migram para as aplicações financeiras líquidas, promovendo a retração do investimento. Tal problema, aliás, impacta o próprio nível de arrecadação, gerando efeitos negativos à política fiscal, como será verificado na seção 4.4. Antonio Corrêa de Lacerda destaca que, em tais momentos de crise, tal como o observado em 2015, há uma queda vertiginosa do retorno sobre o capital próprio (ROE) ao mesmo tempo em que se mantém elevada a taxa Selic:

A manutenção de elevadas taxas de juros, associadas a outros fatores adversos, tem feito com que o resultado das empresas caminhe em direções opostas. Enquanto a Selic permaneceu elevada, tendo crescido de 9,75%, em 2010, para 14,25%, em 2015, no mesmo período o retorno sobre capital próprio das companhias abertas (incluindo Petrobrás, Eletrobrás e Vale), caiu de 17,1% para apenas 0,5%. (LACERDA, 2016, p. 91)

De acordo com gráfico a seguir – que ilustra a trajetória da taxa Selic e do ROE das companhias de capital aberto, incluídas Petrobrás, Eletrobrás e Vale – verifica-se que, em momentos de crise, a atividade empresarial, via de regra, não se consegue atender ao patamar de remuneração do capital próprio acima da Selic. Esse fenômeno indica a dificuldade de se manter a atividade produtiva quando os juros da dívida pública, indexados à Selic, permanecem elevados e seguros aos agentes econômicos, em detrimento de novos empreendimentos que teriam um efeito contracíclico em momentos de recessão.

Gráfico 5 – Retorno sobre o capital próprio (ROE) das Cias. Abertas (com Petrobrás, Eletrobrás e Vale) e da Selic média no ano



Fonte: CEMEC *apud* LACERDA, 2016.

Conforme indicado anteriormente, a busca pela geração de “valor” sem os dissabores da produção acaba, ao final, por implicar uma conduta irresponsável por parte

dos gestores empresariais, que escapam à governança corporativa para atender a interesses próprios, sobretudo diante da confusão gerada em torno de suas remunerações, distorcidas em razão de parcelas variáveis tais como o recebimento de *stock options* (opções de ações) e demais bônus de eficiência. “Com efeito, os gerentes dessas grandes empresas escaparam ao controle de seus acionistas falsificando suas contas e se lançaram em operações financeiras arriscadas que conduziram alguns grupos ao desastre” (PLIHON, 2005, p. 143). Finalmente, os demais agentes responsáveis pela fiscalização e correção dos rumos nas sociedades empresárias não cumprem seu papel e acabam sendo cooptados pela lógica distorcida do mercado, tal como expõe Plihon:

Em princípio, ao lado dos acionistas e dos investidores, supõe-se que certo número de profissões – que constituem a “indústria dos serviços financeiros” – possa controlar as empresas. São os serviços de auditoria, os bancos de negócios, as agências de classificação, os analistas financeiros e as autoridades públicas de regulação. Consta-se que não só essas profissões não desempenham seu papel de contrapoder, como foram frequentemente cúmplices ativos ou passivos, dos erros de gestão e das fraudes dos dirigentes. Uma das maiores razões das graves e recorrentes disfunções da indústria de serviços financeiros está ligada à presença de “conflitos de interesse”, isto é, alguns atores têm uma dupla função, geralmente incompatível, de controlar e de aconselhar empresas. Isso significa que são remunerados pelas próprias empresas que são encarregadas de controlar. É o caso dos serviços de auditoria. (Ibid.).

De um lado, esse exagero das finanças diante dos demais integrantes do próprio processo de produção capitalista, isto é, a disputa entre os setores financeiros e não financeiros, acaba, no limite, por tornar disfuncional a própria lógica de viabilização de novos investimentos produtivos. Trata-se de contradição que, sob o prisma marxista e em última análise, elimina “a própria fonte da riqueza real” (SAWAYA, 2015, p. 8).

Entretanto, até que isso ocorra, os setores produtivos, os capitalistas não financeiros, tendem a explorar com cada vez maior intensidade os trabalhadores, sendo os contratos de terceirização um exemplo marcante de precarização das condições de trabalho. E, após irromperem as crises, mais uma vez são os trabalhadores e, em geral, o conjunto da sociedade, enquanto contribuinte de tributos e destinatária dos serviços públicos, que arcam com os custos orçamentários e sociais, quando o Estado é, então, chamado a socorrer os banqueiros e empresários em crise. Trata-se, assim, da perversa lógica da privatização dos lucros e da socialização dos prejuízos, conforme já exposto no capítulo anterior.

Nessa linha de análise, os objetivos de obtenção de rentabilidade pela mera posse de ativos financeiros chegam ao paradoxo de dificultar a própria produção capitalista. Num primeiro momento, os trabalhadores, enquanto vendedores de sua força de trabalho, sofrem

com a piora das condições de trabalho e com o desemprego. Em seguida, como membros com menor poder político dentro da sociedade, sofrem com as consequências das sucessivas crises, que impõem, cada vez mais, a redução do Estado e de suas políticas sociais (MARQUES, 2015, p. 19), com a utilização de seu orçamento para o socorro das empresas – financeiras ou produtivas – em crise.

Diante desse quadro, observa-se que a insistência em manter ativos financeiros extremamente líquidos, ao ponto de serem chamados de quase-moeda, a juros elevados e, ainda mais, às custas do erário, não é uma simples questão de equilíbrio entre poupança e investimento e de cumprimento de exigência dos credores. Ao contrário, é a exteriorização de um problema profundo de nosso quadro econômico, em grande medida responsável pelas dificuldades de um efetivo desenvolvimento econômico.

4.3 Breves considerações quanto à indexação e a questão cambial

A característica da indexação de nossos títulos públicos à taxa Selic também está intimamente relacionada ao arcabouço atual de nossa política econômica, em que, paralelamente à fixação dos juros em um patamar elevado, adota-se o regime de câmbio flutuante, sob um contexto de livre fluxo de capitais financeiros. Sob a lógica do *mainstream*, os juros seriam ou deveriam ser a expressão natural da oferta e procura de dinheiro – isto é, deveriam, na perspectiva neoclássica, atingir um ponto de equilíbrio, que garantisse a condição de paridade internacional de juros⁹¹. Sob essa perspectiva ortodoxa, Garcia & Salomão destacam o seguinte:

Títulos indexados à taxa do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC) pareceriam imunes ao risco de mercado, uma vez que o valor presente de um título é computado com o desconto calculado com a própria taxa Selic. Isso, porém, só é verdade enquanto persiste uma política monetária que mantém a Selic igual ou acima de um patamar dado por uma condição de paridade internacional de juros. Dito de outro modo, se a política monetária fosse

⁹¹ Para a corrente neoclássica, diferentemente da orientação keynesiana seguida no primeiro capítulo desta dissertação, a questão brasileira de manter juros elevados decorreria basicamente da baixa poupança interna. O país pagaria o preço (juros elevados) por não ter “poupança interna”, ante a necessidade de recorrer à “poupança externa”. Entretanto, além da discussão acerca da relação de causalidade entre poupança e investimento (vista no capítulo 1) e da possibilidade de que, no cenário da financeirização, as meras aplicações financeiras de curto prazo não se traduzam em verdadeiros investimentos, há também a discussão quanto aos efeitos práticos de recorrer a essa “poupança externa”. Quanto a este último ponto, Bresser-Pereira & Gala mostram-se críticos à utilização da poupança externa, que, a pretexto de gerar investimentos, “tende a provocar apreciação cambial, aumento dos salários reais e das importações, dado que a variação do consumo em relação à remuneração dos trabalhadores e da classe média é em geral maior do que zero (...). Tende também, do lado da demanda, a reduzir exportações, investimentos, e poupança interna” (BRESSER-PEREIRA & GALA, 2007, p. 17).

revertida para o regime de ‘repressão financeira’ (juro baixo com controles de saída de capital), os títulos indexados à Selic caíam de preço. (GARCIA & SALOMÃO, 2007, p. 94)

A questão cambial, em si, não é o objeto deste trabalho, mas é interessante relembrar que a indexação financeira sempre esteve ligada à tentativa de evitar a plena dolarização do nosso sistema monetário naquele contexto difícil dos anos 1980 e início dos anos 1990. Para Fernando de Holanda Barbosa, os títulos públicos indexados à Selic evitaram que o Brasil se utilizasse de um *currency board* ao estilo argentino (BARBOSA, 2006, p. 236). Por outro lado, a manutenção da indexação à Selic *over* após a estabilização de preços, sob o conjunto de propostas de flexibilização e abertura dos mercados, especialmente o de capitais, provocou sua utilização como um porto seguro atrativo à especulação financeira, haja vista suas características. Ao tratar das LFTs, Dionísio Carneiro aborda a relação entre juros internos e câmbio:

Os benefícios [das LFTs] resultam de um casamento de conveniência entre credores e devedores, herdado de uma situação em que a inflação era crescente e instável, e havia, portanto, um risco permanente de uma rápida elevação dos juros. Do ponto de vista do Banco Central, as LFTs foram um instrumento adequado para impedir a dolarização financeira que, na época da inflação elevada, era vista como um perigoso passo rumo à hiperinflação. Mas para que elas desempenhassem esse papel de lastro dos substitutos domésticos da moeda dolarizada, era necessária a existência de um compromisso implícito de que a taxa de juros do *overnight* não se afastasse da condição de paridade descoberta da taxa de juros, e que, na realidade, tivesse como limite inferior os juros externos mais a desvalorização cambial esperada. Isso ilustra os limites da liberdade que o Banco Central tem de, caso deseje compensar um choque externo desfavorável, adotar uma política monetária expansionista em uma economia financeiramente aberta e com câmbio flutuante.

A existência de um piso para os juros (mas não de um teto), que parece relevante para o caso brasileiro dos últimos anos, faz com que as taxas de juros reais se mantenham muito elevadas, mesmo com ambiente externo favorável. Nessas circunstâncias, a taxa de câmbio tende a se valorizar, mas a taxa de juros nominal não acompanha a queda do custo de financiamento externo, aparentemente porque há o temor de que esse movimento seja temporário. (CARNEIRO, 2007, p. 208-210)

O contexto da liberalização financeira e da adoção do regime de câmbio flutuante não implicou o equilíbrio no mercado, tampouco significativa redução do nível de juros. Passados anos da estabilidade de preços alcançada pelo Plano Real, observa-se que, em grande parte, ainda que de modo menos explícito, conservam-se mecanismos de proteção aos credores da dívida, independentemente da assunção de maiores riscos inerentes ao investimento de longo prazo. Ao contrário, temos um ambiente econômico que vem prejudicando tanto o investimento quanto, de modo mais amplo, o próprio desenvolvimento.

Os agentes financeiros e rentistas muitas vezes a pretexto de que estão assumindo riscos maiores, quando, na realidade, não estão, aproveitam-se dessa situação também para praticar intensas operações especulativas e de arbitragem, aumentando a distância entre as finanças e a economia dita real. No mundo e especialmente no Brasil, as regras e comportamentos que vêm definindo as operações de câmbio também implicam um mercado fortemente financeirizado, em que predominam agentes especuladores e arbitradores, muitas vezes descolado dos fundamentos das operações produtivas de importação e exportação de bens e serviços⁹², além da utilização do mercado de derivativos (cf. ROSSI, 2016, *passim*).

Essa arbitragem, na prática brasileira, costuma se concretizar por meio da comparação entre as taxas de juros interna e externa, mediante aferição da taxa do cupom cambial – taxa de juros que remunera os dólares no nosso mercado⁹³. Ou seja, fica demonstrado, no plano microeconômico das operações de câmbio, como a existência de títulos indexados a juros de curtíssimo prazo elevados, e sem riscos significativos, efetivamente impacta a atuação dos agentes econômicos, promovendo reiterados ciclos de instabilidade e volatilidade na formação de um preço-chave para o desenvolvimento econômico.

⁹² De acordo com Suzanne de Brunhoff, “desde os anos 90, US\$ 1 trilhão circula a cada dia entre os bancos especializados nas operações de câmbio, dos quais 25% em média correspondem a trocas comerciais ou a investimentos reais de clientes não bancários. Essa expansão de operações financeiras sobre as moedas é uma fonte de instabilidade das taxas de câmbio no regime internacional atual” (BRUNHOFF, 2005, p. 69). Cf. também Carvalho *et al.*, para quem, “numa economia com livre mobilidade de capitais (...), a determinação da taxa de câmbio tende a ser dominada pelos fatores que afetam as decisões de portfólio dos agentes econômicos, como juros, riscos e expectativas de apreciação/depreciação” (CARVALHO *et al.*, 2015, p. 414).

⁹³ De acordo com Pedro Rossi, “o cupom cambial é a taxa de juros que remunera as aplicações de dólares *onshore*”. Ainda segundo o autor, “essa definição de cupom difere a definição usualmente utilizada em manuais de finanças onde o cupom cambial é definido como a diferença entre a taxa de juros interna e a expectativa de depreciação da taxa de câmbio do país. Considera-se que essa última definição só é verdadeira se for válida a paridade descoberta de juros. Em outras palavras, se for aceito que o diferencial de juros entre aplicações em reais e em dólar traz embutida uma expectativa dos agentes quanto à depreciação da moeda brasileira. Nesse caso, a cotação do dólar futuro seria um bom previsor da cotação do real no futuro. Contudo, é extensa a literatura econômica que mostra que essa paridade não se verifica” (ROSSI, 2016, p. 125).

Quadro 4 – Paridade de juros

Há duas condições de paridade da taxa de juros entre moedas diferentes: (i) a paridade descoberta; (ii) e a paridade coberta.

(i) A primeira não leva em conta a “cobertura” cambial, isto é, a proteção ou o *hedge* contra eventual perda decorrente da variação cambial. Por trás de sua expressão, está a assunção da hipótese de que a diferença entre os juros de cada país – em condições de equilíbrio de livre mercado – decorreria justamente dessa diferença entre as taxas interna e externa de inflação, o que, entretanto, não necessariamente ocorrerá na prática. De acordo com Rossi, “a condição de paridade descoberta postula que os mercados equilibram o rendimento dos ativos semelhantes nas diferentes moedas” (Rossi, 2016, p. 51). A aposta do *trader* é meramente especulativa, pois há risco de que não se estabeleça, na prática, tal equilíbrio. Conforme fórmulas apresentadas simplificada por Carvalho *et al.* (2015, p. 401):

$$r_{dBRL}^{BRL} = r_{dUSD}^{BRL} \quad (3)$$

$$i = i^* + \hat{E}^e \quad (4)$$

em que:

r_{dBRL}^{BRL} = retorno em reais de uma aplicação em reais

r_{dBRL}^{BRL} = retorno em reais de uma aplicação em dólar

i = taxa de juros no mercado doméstico

i^* = taxa de juros no exterior

$\hat{E}^e$ = depreciação cambial esperada

(ii) A paridade coberta é aquela em que, do ponto de vista do *trader*, há a preocupação em proteger-se da variação cambial quando aplica na moeda de outro país. Trata-se de uma estratégia de arbitragem entre taxa de juros, em que se utiliza o mecanismo de proteção oferecido pelo mercado de derivativos, para que não haja exposição ao risco cambial. Simplificada, temos, do ponto de vista algébrico, as seguintes fórmulas apresentadas por Carvalho *et al.* (2015, p. 402):

$$i = i^* + \hat{E}^f \quad (5)$$

$$\hat{E}^f = (E^f - E_0) / E_0 \quad (6)$$

em que:

$\hat{E}^f$ = taxa de câmbio implícita nos contratos de câmbio futuro

E^f = taxa de câmbio futura expressa nos contratos do mercado de futuros

E_0 = taxa de câmbio no mercado à vista.

Na equação (5) ainda é possível incluir o prêmio de risco-país (ρ), sendo que, neste caso, conforme Carvalho *et al.* (2015, p. 403), a condição de paridade assume a seguinte expressão:

$$i = i^* + \hat{E}^f + \rho \quad (7)$$

Fontes: Carvalho *et al.* (2015), Rossi (2016). Elaboração do autor.

A aferição é fundamental para as operações de arbitragem – usualmente praticadas pelos bancos – entre nosso mercado interno e o mercado externo, via operações de *carry trade*. Sempre que o cupom cambial for maior que o custo de captação externa, haverá incentivo para que os agentes, em especial os bancos, tomem emprestado no exterior, em dólares, e apliquem esses recursos em nosso mercado brasileiro de dólares, isto é, no cupom cambial, e vice-versa. A operação consiste basicamente em tomar empréstimos no exterior a juros menores, trocar as divisas por moeda doméstica no mercado à vista e aplicar tais recursos no Brasil a juros mais elevados; simultaneamente, compra-se dólar no mercado futuro, a fim de garantir a cobertura cambial do passivo externo (cf. ROSSI, 2011, p. 28-29; PRATES & FARHI, 2009, p. 3; FONSECA, 2011).

Há, enfim, uma inter-relação entre nossas institucionalidades fiscal, monetária e cambial, que beneficia sobremaneira o capital especulativo de curto prazo. A esse respeito, Lacerda enfatiza os problemas dos juros elevados brasileiros:

Como a diferença entre o juro internacional e o doméstico permaneceu elevada, continuou havendo amplo espaço para as operações de arbitragem (*carry trade*) no Brasil, o que torna quase inócuo o efeito das medidas tomadas [medidas cambiais adotadas pelo Governo brasileiro nos últimos anos – já no mandato de Dilma Rousseff]. A questão da sobrevalorização cambial no Brasil exige uma nova configuração de política cambial, algo que pressupõe a combinação das políticas monetária e fiscal. (LACERDA, 2013, p. 9)⁹⁴

Assim, a fixação de taxas de juros de curto prazo – Selic – elevadas e a oferta, aos credores da dívida, de títulos públicos indexados a essas taxas – na medida em que, como visto, se configuram como ativos imunes a significativos riscos – configuraram-se como uma substituição à dolarização, tal como anteriormente exposto. Entretanto, tal institucionalidade contribui para manter o Brasil como um lugar atrativo para as operações especulativas e de *carry trade*, cujas consequências de gerar privilégios a especuladores internacionais, em detrimento da economia nacional, não podem ser desconsideradas, sobretudo quando se tem em mente nossa hipótese de conflito político pela apropriação da renda nacional.

As questões monetária e fiscal, além dos impactos na distribuição da renda, inter-relacionados a esse problema, serão tratadas nas seções seguintes.

4.4 Problemas de ordem fiscal: dívida pública pró-cíclica

Com base no que já foi exposto, revela-se de modo até intuitivo que os juros monetários praticados em nosso ambiente doméstico se configuram como um elemento essencial na compreensão do comportamento dos agentes econômicos. Agentes interessados em ganhos com especulação e arbitram valem-se das regras institucionais e dos juros elevados para auferir sua renda. Porém, os agentes produtivos da economia, interessados em tentar minimamente prever o cenário futuro para exercer suas atividades – agrícolas, comerciais, industriais etc. – encontram-se envoltos numa situação de permanente instabilidade, à mercê das constantes alterações no ambiente financeirizado da economia.

⁹⁴ De acordo com Carvalho *et al.*, “o desenvolvimento destes mercados – os futuros no Brasil e no exterior – faz com que o volume de recursos privados capaz de afetar a taxa de câmbio venha crescendo e que a demanda e a oferta de reais, contra moeda estrangeira, motivada por questões de composição de portfólio vá assumindo uma proporção cada vez mais dominante quando comparada aos fluxos de oferta e demanda associados às transações correntes. Isto, por sua vez, torna a taxa de câmbio ainda mais sensível aos movimentos da taxa de juros, e portanto às decisões de política monetária. E, visto por outra ótica, aumenta a eficácia do câmbio como mecanismo de transmissão da política monetária” (CARVALHO *et al.*, 2015, p. 420-421). Alguns elementos fiscais e monetários serão vistos na próxima seção. É interessante notar que a própria política monetária tem seu campo de atuação reduzido ante a existência de títulos públicos indexados à Selic, conforme veremos a seguir.

No centro de todas essas oscilações está a referência à taxa de juros de curto prazo, em especial a taxa Selic *over*, enquanto parâmetro de remuneração ou, em outras palavras, enquanto *benchmark* mínimo, que está efetivamente disponível aos agentes de mercado, via LFTs ou operações semelhantes. Em razão e para além desses problemas dos diversos setores microeconômicos, os mecanismos de indexação financeira são, em parte, responsáveis por distorções e complicações também na condução da política macroeconômica. Nesta seção, com o intuito de apontar as relações entre indexação financeira e política econômica, são trazidas algumas peculiaridades que a indexação dos títulos públicos à SELIC provoca em matéria fiscal. Nas seções seguintes, serão abordados os problemas de ordem monetária, bem como de distribuição da renda nacional.

A especificidade da economia brasileira de manter títulos públicos de indexação financeira diária acarreta uma dinâmica muito complexa da condução de nossa política econômica, tendo em vista que as decisões com base na política monetária, isto é, as decisões do Conselho de Política Monetária do Banco Central – COPOM –, impactam também diretamente nossa política fiscal. A fixação da taxa-meta SELIC para a orientação dos juros monetários de curto prazo, implica, *pari passu*, uma substancial alteração do quadro fiscal de nossa economia.

Como exposto ao longo deste trabalho, a indexação financeira originalmente serviu, nos anos 1980, aos seus propósitos no cenário instável da inflação elevada, além de propiciar, naquele contexto, o financiamento público via instrumentos pós-fixados de curtíssimo prazo que não embutiam elevados prêmios de risco. De fato, não fossem as LBCs e logo em seguida as LFTs, o financiamento se faria por elevados juros prefixados – sejam juros nominais em que a expectativa da inflação já estivesse implícita, no caso de LTNs, sejam juros nominais explícitos concedidos ao lado de um indexador inflacionário, em títulos indexados à inflação tal como fora o caso da ORTNs.

Cumprе enfatizar que, à época da inflação elevada, sequer se tinha confiança nos índices de inflação divulgados ou adotados pelo governo. Nessa medida, o que efetivamente permitiu o financiamento foi a fixação da remuneração pela lógica do *overnight*, isto é, pela lógica da remuneração aos juros de curtíssimo prazo da economia. A rolagem da dívida era precariamente rolada no *overnight* (cf. NAKANO, 2012). Essa configuração impediu, outrossim, a plena dolarização da economia brasileira, o que significaria um golpe ainda maior na própria soberania do Estado, em sua atividade de fixar a moeda de curso forçado no país.

Entretanto, como também destacado anteriormente, com a manutenção dessa sistemática de emissão de dívida pública após o advento do Plano Real, a lógica da indexação financeira que, até certo ponto, exercia um caráter funcional naquele cenário anterior de crise, passou a tornar-se disfuncional, impedindo a captação de recursos por vias normais, que sujeitassem o credor – e não apenas o tomador – a assunção de certos riscos, em especial risco de mercado. Essa persistência da indexação financeira gera incontáveis problemas ao investimento de longo prazo.

Mais do que isso, a característica que, em tempos de crise, permitia o financiamento público – ainda que precariamente – a juros menos elevados, ora significa uma anomalia e uma interdependência perigosa entre políticas fiscal e monetária. Ainda que alguns autores defendam, até certo ponto, a emissão de LFTs como forma de financiamento mais barato, sobretudo quando as expectativas quanto ao futuro são pessimistas e, portanto, os prêmios de risco pagos pelo tomador público são elevados (ARIDA, 2007, p. 234-237), o fato é que o risco de uma crise decorrente dos efeitos danosos de uma política monetária restritiva face ao estoque da dívida pública indexado à Selic de modo algum pode ser desconsiderado. Com efeito, a indexação financeira promove um perigoso caráter pró-cíclico na nossa dívida pública, reduzindo a autonomia da política fiscal (OLIVEIRA & CARVALHO, 2010, p. 16-17).

O ponto de vista de Minsky (1992) deve ser destacado, por demonstrar o problema que tal prática envolve:

As políticas financeiras do governo não são tipicamente forças iniciadoras da instabilidade, a qual é devida às forças de mercado. Mas as unidades do governo podem administrar mal seus negócios e, individualmente, ficarem com problemas. *Em particular, as unidades governamentais com grandes dívidas flutuantes (de curto termo) podem experimentar uma elevação no custo de manutenção das dívidas relativamente aos tributos líquidos das despesas correntes, disponíveis para o serviço da dívida. Altas taxas de juros podem transformar as unidades governamentais em unidades Ponzi.* (MINSKY, 1992, p. 26, g.n.)⁹⁵

Veja-se, a propósito, que, no Brasil, com as LFTs e congêneres, não se trata apenas de um impacto indireto, por meio do qual a alteração da taxa de juros de curto prazo modifica a estrutura a termo nas novas emissões de dívidas de maturidades maiores. Aliás, a peculiaridade dos títulos públicos indexados à taxa Selic inviabiliza a própria

⁹⁵ As unidades do governo são via de regra “especulativas”, mas, conforme defende o autor, podem se tornar “ponzi”, ou seja, “os compromissos de pagamento de juros não são cobertos pela porção da renda proveniente do hiato esperado de receitas (...)” (MINSKY, 1992, p. 21). Cf.: Minsky, 1992, p. 15-23; Oliveira, 2009, p. 43.

existência de uma estrutura a termo, de longo prazo, dos juros no Brasil (BARBOSA, 2006, p. 231-232; OLIVEIRA, 2010, p. 18; NAKANO, 2012).

Com efeito, ao contrário do que é praxe nos demais países, no Brasil os aplicadores gozam da alternativa de aplicar seus recursos em títulos públicos atrelados à taxa Selic. Sempre que o fazem, mantêm à disposição seus recursos em um ativo remunerado a taxas elevadas, com liquidez imediata e riscos muito baixos. Conforme expõe Alkimar Moura, “mudanças na taxa Selic afetam instantaneamente todo o estoque dos títulos indexados a ela, aumentando o fluxo de gastos do Tesouro” na rolagem da dívida, “algo que não ocorreria se a dívida estivesse em papéis prefixados” (MOURA, 2007, p. 248).

No primeiro dos dois gráficos apresentados a seguir, há a evolução da taxa-meta Selic definida pelo COPOM. Nela é possível verificar o último processo de aperto monetário, que se estendeu de 2013 a 2016, quando a taxa passou de um piso histórico de 7,25% ao patamar de 14,25%. O aumento da taxa básica de juros afetou diretamente a parcela de dívida pública indexada à taxa Selic, de tal forma que, no gráfico seguinte, que retrata a despesa com juros em percentual do PIB, também se observa uma considerável elevação⁹⁶. A taxa de juros nominal do setor público consolidado aumenta de 4,44% para 8,36% do PIB no período 2012-2015. Em valores absolutos, a despesa com juros passou do patamar de R\$ 213 bilhões para cerca de R\$ 500 bilhões. Ou seja, a despesa com juros em relação ao PIB mais que dobrou de tamanho em apenas três anos.

É importante destacar que nem todo o aumento das despesas com juros decorreu do aumento da taxa Selic. Especialmente nos anos de 2015 e 2016, tanto a elevação brusca para 8,36% quanto a redução, em seguida, para 6,46% foram significativamente influenciadas pelas operações com derivativos cambiais (*swaps* cambiais)⁹⁷. Ainda assim, isto é, mesmo que excluídos os resultados com *swaps* cambiais, o aumento da despesa com

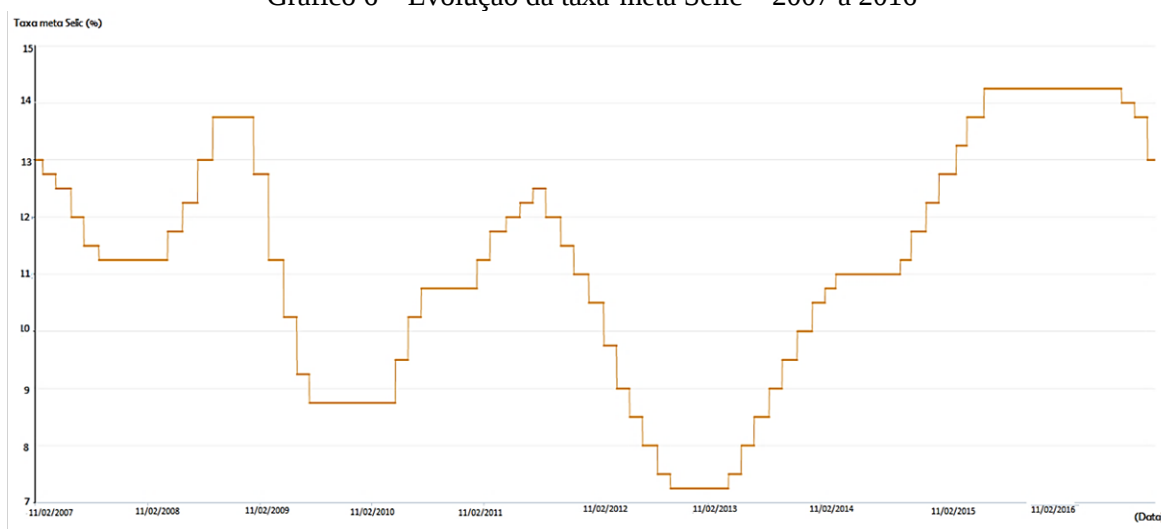
⁹⁶ Na metodologia NFSP, os resultados de juros são apurados pelo regime de competência (BCB, 2012, p. 10 e 22). Cf. Oliveira & Barbosa, 2010, p. 16, artigo em que também consta estudo econométrico. Para uma abordagem mais ampla, que não se atém aos efeitos diretos da majoração da taxa Selic sobre a dívida a ela indexada, incluindo também efeitos indiretos, que incidem sobre inflação, câmbio, estoque da dívida e reservas internacionais, cf. Carvalho *et Al.*, 2016.

⁹⁷ Os resultados com as operações de derivativos, sob a forma de *swaps* cambiais, realizadas pelo Banco Central, são incluídos no déficit nominal e, portanto, afetam a conta de juros realizada sob a metodologia da NFSP. No ano de 2015, tais operações cambiais com derivativos implicaram resultado negativo de caixa de R\$ 89.657 milhões. Já em 2016, houve resultado positivo de R\$ 75.562 milhões (BCB, 2017; cf. CAMPOS, 2017). Se retirássemos tais resultados da conta de juros nominais, o valor da despesa com juros nominais em 2015 seria aproximadamente da ordem de R\$ 412.128,90 milhões (6,87% do PIB); e, em 2016, cerca de R\$ 482.586,29 milhões (7,66% do PIB).

juros passou de pouco mais de R\$ 200 bilhões para quase R\$ 500 bilhões no período de 2012 a 2016.

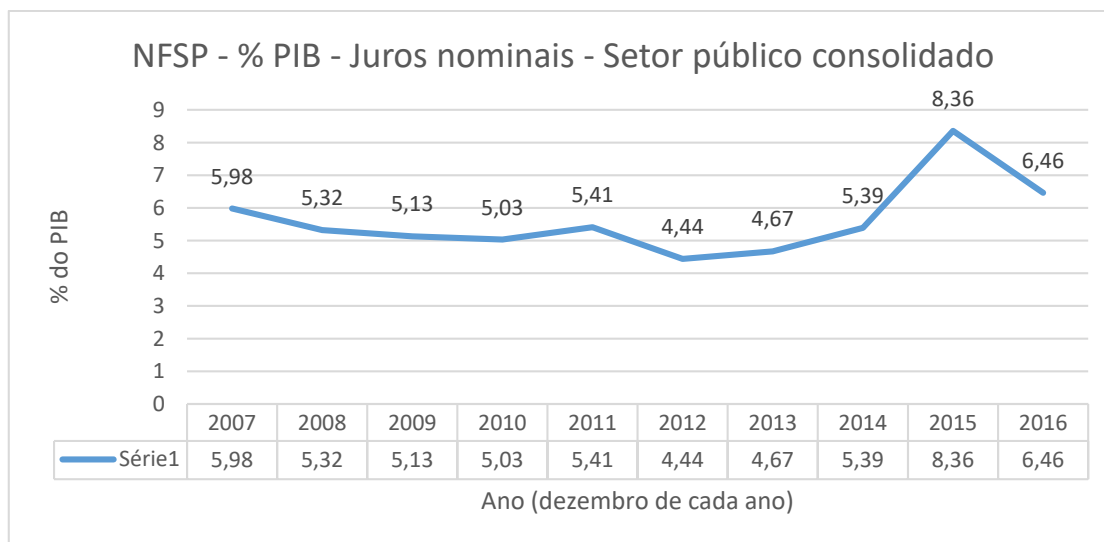
Ou seja, ainda que outros fatores também condicionem a evolução da despesa com juros, o fato de o Banco Central promover um aumento na taxa de juros praticada em mercado aberto leva a uma piora considerável da situação fiscal do país. E, um dos elementos que contribuem para isso, e de forma imediata, é o aumento instantâneo da dívida indexada à Selic. Como visto, a dívida brasileira ainda mantém mais de um terço de seu estoque em papéis diretamente vinculados a essa taxa (no conceito DBGG), quase sempre no patamar de 40%, havendo momentos de maior incerteza nos quais sobe para praticamente 50%.

Gráfico 6 – Evolução da taxa-meta Selic – 2007 a 2016



Fonte: BCB.

Gráfico 7 – Despesas com juros – fluxo acumulado em 12 meses (em % do PIB)



Fonte: BCB, gráfico elaborado pelo autor.

Tabela 3 – Despesa com juros – fluxo acumulado em 12 meses (NFSP – juros nominais)

Mês/Ano	Valor em R\$ (milhões)	Valor (% do PIB)
Dez./2007	162.538,52	5,98
Dez./2008	165.510,81	5,32
Dez./2009	171.010,92	5,13
Dez./2010	195.369,26	5,03
Dez./2011	236.673,29	5,41
Dez./2012	213.862,80	4,44
Dez./2013	248.855,68	4,67
Dez./2014	311.380,42	5,39
Dez./2015	501.785,90	8,36
Dez./2016	407.024,29	6,46

Fonte: BCB. Tabela elaborada pelo autor.

É fundamental levar em conta os efeitos de redução da capacidade de gestão ativa por parte do governo quanto à política fiscal, o que dificulta, ou até mesmo impede, a adoção de políticas anticíclicas em momentos de crise. De acordo com Oliveira & Carvalho, a indexação financeira causa essa grave distorção:

A indexação financeira dificulta, quando não impede, uma gestão anticíclica da política fiscal. Diante de um choque adverso que implique aumento dos preços, a ser contido pelo aumento da taxa básica de juros, a elevação das despesas com juros incide sobre parcela representativa do estoque de dívida pública, o que passa a requerer um ajuste fiscal ainda mais profundo para manter bem comportada a trajetória da relação dívida pública/PIB, aprofundando o choque original. Ou seja, a busca pela estabilidade de preços mediante elevação da taxa de juros implica um aumento instantâneo do serviço da dívida pública, requerendo uma ampliação do superávit fiscal primário e/ou a colocação de títulos adicionais no mercado. No primeiro caso, amplificam-se os efeitos negativos sobre a renda e o produto ocasionados pelo choque adverso, enquanto no segundo aumenta-se a dívida pública – o que amplia a possibilidade de ocorrência desses mesmos efeitos. (OLIVEIRA & CARVALHO, 2010, p. 16)

Ademais, na linha do exposto em relação ao comportamento convencional microeconômico dos agentes em momentos de crise e aperto da política monetária, eles tendem a migrar para ativos líquidos, em especial a dívida pública indexada à taxa Selic, aumentando a parcela desta na composição total da dívida e reduzindo sensivelmente as decisões empresariais de novos investimentos. Além disso, o aumento dos juros dificulta a obtenção de crédito pelo empresário.

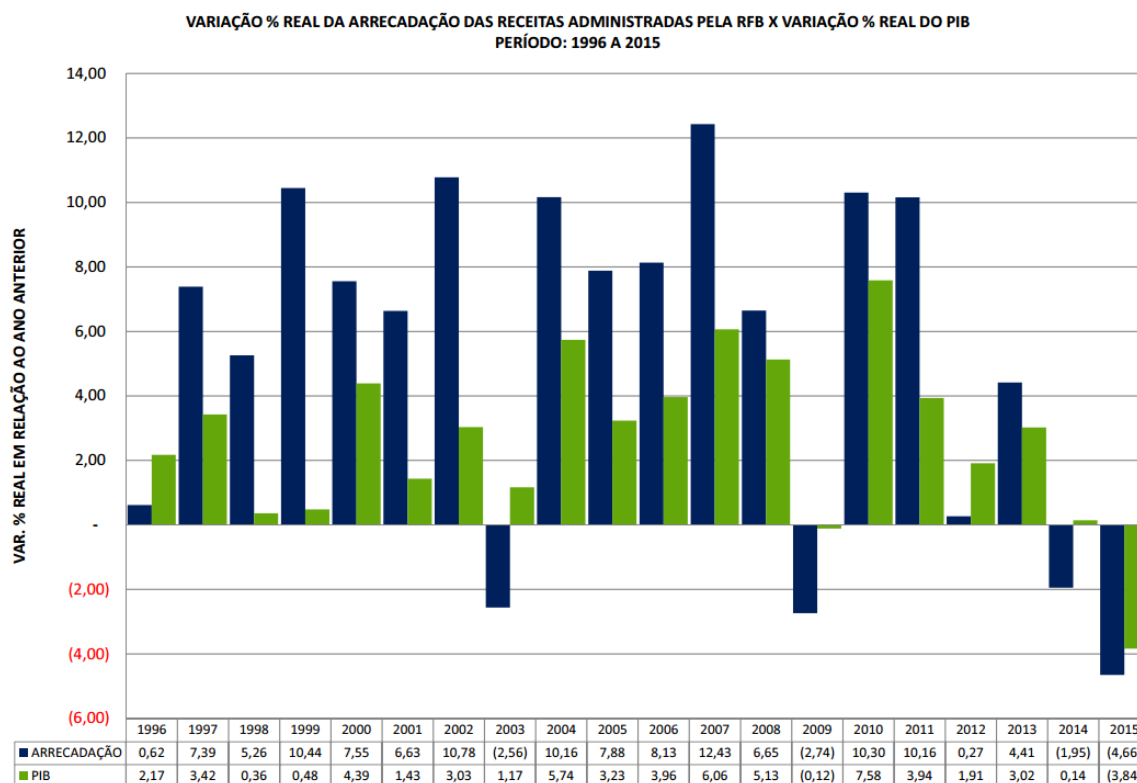
Tal fenômeno, do ponto de vista fiscal, além de aumentar o encargo com juros, reduz a arrecadação tributária, tornando ainda mais grave o caráter pró-cíclico da dívida pública. A arrecadação diminui em decorrência do comportamento dos agentes, que

reduzem o ritmo de seus novos empreendimentos produtivos. Com isso, a dívida pública, já afetada pelo próprio aumento da taxa de juros Selic é ainda comprometida, de outro lado, pela redução das receitas do Estado. Ao tratar do tema, Antonio Corrêa de Lacerda destaca o seguinte:

A discussão é se não estaria faltando uma colaboração maior da política fiscal para ancorar as expectativas. Mas aqui também há de se lembrar de que juros elevados derrubam ainda mais a atividade econômica, afetando negativamente a arrecadação de tributos. Ou seja, mais juros no caso complicam a questão fiscal, não apenas no âmbito primário, pelo efeito já enunciado, mas também nominal, já que eleva o custo de financiamento da dívida, gerando mais déficit nominal, que, por sua vez, aumenta a dívida pública. (LACERDA, 2016, p. 90)

Com efeito, em boa medida, a arrecadação tributária é função do PIB, de tal forma que momentos de retração econômica impactam significativamente a arrecadação ordinária do Estado. No Brasil, conforme gráfico a seguir, disponibilizado pela Receita Federal do Brasil (RFB), é possível verificar a variação real da arrecadação administrada pela RFB e o quanto ela se reduz percentualmente em relação ao exercício anterior, em momentos de crise econômica. As variações da arrecadação costumam ser maiores que a variação do PIB.

Gráfico 8 –Variação real da arrecadação tributária e variação real do PIB



Fonte: Receita Federal do Brasil (RFB, 2016).

É interessante mencionar que, segundo Sergio Gobetti, “o principal problema da LRF (Lei de Responsabilidade Fiscal) é, por um lado, sua ineficácia para limitar os gastos e a dívida mobiliária na esfera federal” (GOBETTI, 2014, p. 30). A consequência é uma lei que acaba por ser muitas vezes excessivamente rígida com gastos sociais e com as despesas de capital, além de até mesmo impedir o prosseguimento de certos gastos correntes indispensáveis à Administração Pública. Em contrapartida, não impõe qualquer limite ou regramento mais enfático sobre o endividamento público.

Análise semelhante que também revela os impactos da dívida pública sobre o orçamento estatal é exposta por François Chesnais, que explica o efeito “bola de neve da dívida” (CHESNAIS, 2005, p. 9; cf. SAWAYA, 2015, p. 3). A análise de Chesnais é ainda mais profunda, por expor que o sistema capitalista, ao inserir a dívida pública no contexto da financeirização, do “capital portador de juros”, conforme termo empregado pela análise marxista⁹⁸, torna-se um eterno mecanismo de absorção dos recursos estatais, que são recolhidos da coletividade, em benefício dos setores mais ricos:

Independente de seu contexto histórico específico, a dívida pública sempre teve por origem as relações de classe e o poder político que permitem aos ricos escapar amplamente, ou mesmo quase completamente, dos impostos. Uma vez que seu montante [da dívida] ultrapassa certo teto, seu reembolso se assemelha ao tonel das Danaides⁹⁹. A dívida se recia sem cessar. Por pouco que o nível das taxas de juros seja superior ao dos preços e às taxas de crescimento da produção e do Produto Interno Bruto (PIB), ela pode aumentar muito rápido. É isso que se chama de feito “bola de neve da dívida”. Os juros devidos sobre o principal da dívida (o serviço da dívida) absorvem uma fração sempre maior do orçamento do Estado, das receitas das exportações e das reservas do país, de sorte que a única maneira de fazer face aos compromissos do serviço da dívida é tomar um novo empréstimo. (CHESNAIS, 2005, p. 39)

É sob esse contexto que, na linha da crítica de Leda Paulani, o serviço da dívida pública é sagrado, ao passar ao largo de qualquer controle do gasto público, enquanto gastos correntes fundamentais e sobretudo o investimento são sensivelmente afetados na busca por superávit primário. Para a autora, sob esse aspecto, isto é, o de não se exigir qualquer regra, controle ou limite nos gastos com a dívida pública, que a Lei de

⁹⁸ A partir da teoria de Marx e de suas expressões “capital produtor de juros” (ou “capital portador de juros”) e “capital fictício” (MARX, 2015, p. 453-474 e 531-550), os autores marxistas destacam o papel dos juros – enquanto parcela da mais-valia – na economia capitalista, bem como o papel do crédito (ver supra, capítulo 1; cf. DUMÉNIL & LÉVY, 2010, p. 194). Neste trabalho, entretanto, optamos por uma análise mais em consonância com a abordagem e termos keynesianos.

⁹⁹ De acordo com Marques & Nakatani (*apud* CHESNAIS, 2005, p. 39), tradutores para o português do trabalho de Chesnais, as Danaides, “segundo a mitologia grega, [...] eram as cinquenta filhas de Dânaos, rei de Argos. Júpiter as condenou a passar a eternidade enchendo um tonel sem fundo como castigo pelo assassinato de seus maridos na noite de núpcias (N.T.)”.

Responsabilidade Fiscal se torna uma “lei de irresponsabilidade social” (PAULANI, 2006). Obviamente que a responsabilidade fiscal é um dever incontornável do Estado, e que são bem-vindas as tentativas de redução e de ordenação dos gastos públicos, em direção àqueles que efetivamente promovam novos investimentos e melhoria das condições sociais. Entretanto, quando a lógica por trás da responsabilidade se reduz à miopia de buscar irrefletidamente superávits primários sem uma compreensão macroeconômica mais clara, a tentativa de saneamento das contas públicas se transforma em contínuo processo de endividamento, que torna o Estado refém perpétuo de seus credores.

Veja-se, a propósito, que, além do corte das despesas, a contrapartida dessa lógica é a impossibilidade de caminhar-se na direção de “uma estrutura tributária menos onerosa e uma carga tributária menos punitiva” (OLIVEIRA & CARVALHO, 2010, p. 18). Do ponto de vista da receita pública, a lógica de remuneração a taxas de juros indexadas e elevadas, ao comprometer a estabilidade macroeconômica, vai justamente na contramão dos anseios dos próprios defensores da redução do Estado, que apontam a todo momento para a necessidade de redução de seu peso e de sua tributação sobre a atividade econômica.

De fato, ainda que a carga tributária brasileira tenha se elevado significativamente desde o início do Plano Real, esses recursos se esvaem no pagamento dos juros da dívida. Conforme relembra Lacerda, “mesmo propiciando superávits no conceito primário, no conceito nominal, que inclui a carga de juros sobre o financiamento da dívida pública, os déficits foram crescentes” (LACERDA, 2004b, p. 41). Há, portanto, uma clara dissintonia entre as políticas monetária e fiscal, de tal forma que esta última é que se encontra submetida aos juros elevados ditados por aquela, e não o contrário, como se poderia crer sob um entendimento mais superficial (LACERDA, 2016b, p. 160). Na seção seguinte, consta a abordagem de aspectos da política monetária.

4.5 Impactos sobre a política monetária

Outro tema que tem suscitado intenso debate nas economias contemporâneas é a política monetária sob o contexto da financeirização. Nos tempos atuais, as constantes inovações financeiras, dentre as quais é possível incluir a própria indexação financeira de nossa economia – com ativos extremamente líquidos que a qualquer momento podem ser transformados em moeda corrente –, provoca inúmeras dificuldades e discussões quanto às melhores formas de controle monetário. Para Michel Aglietta, “a busca da liberalização financeira modifica os

comportamentos dos agentes privados em relação à liquidez. Disso resultam inflexões surpreendentes na velocidade de circulação da moeda” (AGLIETTA, 2004b, p. 83).

Tornam-se cada vez mais difíceis as tentativas de controles quantitativos de agregados monetários, de modo que as teorias com base nesses pressupostos, que se relacionam, no mais das vezes, à perspectiva de moeda exógena, entram em declínio. Nesse sentido, atualmente as políticas monetárias se orientam muito mais no sentido de fixar a taxa básica de juros, no intuito de, até certo ponto, conseguir controlar a moeda, a qual, em grande parte, como visto no capítulo 1, decorre de inter-relações sociais que a multiplicam de modo endógeno no sistema econômico. Ainda segundo Aglietta, “a liberalização financeira (...) faz com que a política monetária perca suas balizas e bússolas tradicionais” (ibid., p. 88).

É interessante, no âmbito da política econômica nacional, destacar que mesmo autores mais voltados ao pensamento *mainstream* estão atentos – ainda que sob a perspectiva teórica distinta da adotada neste trabalho – aos dilemas provocados pelos ativos financeiros líquidos, em especial os de indexação financeira. Um autor que destaca com propriedade esse problema sob a perspectiva do chamado efeito riqueza e da inflação de demanda é Affonso Celso Pastore (2007).

Na linha de análise de Pastore, convém observar que, quando se aumentam os juros, aqueles que já haviam comprado títulos pré-fixados antes do aumento sofrem um efeito renda. Por exemplo, se detêm títulos de 10% ao ano, e o Governo passa a emitir títulos de 12% ao ano, sofrem uma perda no valor de mercado desses títulos comprados com direito a juros de 10%. Esse efeito é um dos elementos, a propósito, que, em teoria, induziria uma queda da demanda, ante a redução da renda dos detentores de títulos. Entretanto, o caso brasileiro apresenta uma situação interessante: como há títulos públicos indexados à taxa Selic, um aumento nessa taxa de juros não gera tal efeito renda (redução da renda) – ou efeito riqueza – do detentor do título; ao contrário, a remuneração sobre tais títulos indexados aumenta, em contrariedade com o efeito renda que se buscaria gerar (redução na demanda). Segundo Pastore:

Quando o Tesouro vende títulos de longo período de maturação (...) com taxas de juros (reais ou nominais) fixas, uma elevação (redução) da taxa de juros básica reduz (eleva) o valor de mercado dos títulos públicos, e contrai (expande) o valor de mercado do estoque de riqueza dos indivíduos, produzindo um efeito riqueza que diminui (aumenta) o fluxo de consumo e incrementa a eficácia da política monetária. Mas quando a dívida pública é representada por LFTs, esse “efeito riqueza” desaparece. (PASTORE, 2007, p. 263)

Há, portanto, mais um problema interessante apontado pela própria linha de abordagem neoclássica, relacionada ao efeito riqueza. Nessa perspectiva, ainda que adotada a teoria de juros neoclássica – segundo a qual um aumento nos juros induziria um aumento na poupança e uma redução no consumo, além de alteração na renda e riqueza dos indivíduos, com implicações sob a teoria de inflação de demanda –, a indexação financeira apresenta-se como um problema. Conforme Oliveira, a indexação financeira “impede que o aumento da taxa básica de juros se traduza em termos de redução do valor de mercado desses ativos, não provocando uma diminuição na riqueza dos detentores de títulos públicos”. Portanto, ela “reduz o grau de efetividade da política monetária, particularmente mediante o canal de ativos” (OLIVEIRA, 2010, p. 20-21; cf. PAULA & PIRES, 2012).

A indexação financeira, assim, enfraquece o canal de ativos da política monetária e exige maior aumento dos juros para compensar a deficiência em tal mecanismo de transmissão. Não bastasse, ao aumentar os juros de curto prazo em demasia, são causados problemas de ordem fiscal, tal como já destacado na seção anterior. Trata-se, portanto, de um mecanismo viciado da estrutura macroeconômica, que inibe o desenvolvimento e torna a sociedade refém dos juros elevados de curto prazo (cf. NAKANO, 2012). Além disso, do ponto de vista distributivo, serão os demais grupos econômicos – cuja renda não provém majoritariamente do serviço da dívida – que arcarão com os efeitos de contratação da demanda de uma elevação dos juros, em especial os trabalhadores.

Além disso, a questão da política monetária não se reduz ao efeito riqueza destacado anteriormente, que compromete o canal de ativos da política monetária. A indexação financeira a juros elevados no Brasil está fortemente relacionada ao câmbio, conforme visto ao tratarmos da questão cambial. Do ponto de vista macroeconômico, a relação juros-câmbio, dentre outros fatores, tem provocado a apreciação da moeda brasileira em relação ao dólar, o que faz com que, na realidade, seja o canal de câmbio um dos principais responsáveis pela eficácia de nossa política monetária.

Ao valorizar o real diante das moedas estrangeiras, em especial o dólar, o controle da inflação não decorre apenas da contração na demanda, mas da melhora da oferta de bens importados (*tradables*). No Brasil, muito do impacto sobre os preços não decorre exclusivamente dos canais tradicionais da política monetária (canal de ativos e canal de crédito), mas do efeito que os juros elevados, sob um regime de livre mobilidade de capitais e de câmbio flutuante, exercem sobre este último (canal da taxa de câmbio). Não se trata da discussão quanto aos impactos dos juros sobre a demanda, mas do fato de que

estes, em patamar elevado, apreciam o real no contexto da liberdade no fluxo de capitais internacionais e do regime de câmbio flutuante, o que barateia os produtos importados, melhorando a oferta (cf. CARVALHO *et al.*, 2015, p. 224). Para Carvalho *et al.*:

(...) dada a liberalização da conta de capitais promovida no Brasil especialmente na administração de Fernando Henrique Cardoso, em meados da década de 1990, o canal da taxa de câmbio parece ter se tornado especialmente importante no país. A manutenção de taxas de juros extraordinariamente elevadas por parte do Banco Central tem funcionado como um atrator permanente de capitais estrangeiros para o país. Com a adoção do regime de câmbio flutuante em 1999, como resultado do colapso do regime de câmbio anterior (causado em grande parte pela própria liberalização financeira), as condições estavam dadas para a valorização do *real* como instrumento de barateamento das importações. Este efeito, no caso brasileiro, era também reforçado pela sobrevivência de regras de indexação de contratos, especialmente nos setores da economia privatizados por Cardoso, que tornavam os preços de vários serviços públicos sensíveis a variações sejam do valor do próprio dólar americano, sejam de preços influenciados pelo mercado internacional, como é o caso de alguns bens intermediários. Assim, o canal da taxa de câmbio estaria tomando o lugar dos canais dos ativos e do crédito, o que explicaria a negligência com que o Banco Central aborda o problema da sobrevalorização da moeda nacional. (CARVALHO *et al.*, 2015, p. 225)

Nesse sentido, pode-se verificar que a política monetária adotada atualmente no Brasil, cujo objetivo é simplesmente o controle da inflação, não havendo metas relacionadas ao produto ou ao emprego, está na verdade com problemas nos canais tradicionais de transmissão, em especial o canal de ativos, o que, dentre outros motivos, se deve ao fato de persistir nossa indexação financeira. Ademais, a própria lógica de atração de capital externo – muitas vezes volátil – ao país, que, como mencionado, decorre da mesma estrutura institucional, faz com que, na realidade, o combate à inflação se dê por meio de um complexo arranjo que envolve a sobrevalorização cambial, com as consequências prejudiciais à economia daí decorrentes.

Finalmente, além da questão do canal de ativos e do canal de câmbio, deve-se lembrar também que os títulos de indexação financeira são, como o próprio nome diz, indexação, ainda que muito peculiar, aos juros da Selic *over*, e não a índices de preços do passado (cf. OLIVEIRA & CARVALHO, 2010, p. 8, nota 1). Portanto, podem levar a problemas relacionados à inflação inercial, ao invés de simplesmente barrarem a inflação de demanda, como enfatizam os ortodoxos, e ao conflito distributivo. Essa questão às vezes fica ofuscada do debate econômico porque o setor financeiro, diferentemente do que ocorre com os demais setores indexados da economia, costuma ser visto como um caso à parte de nosso sistema. Ele acaba quase sempre defendido de políticas de desindexação por

medo de uma fuga dos credores, com suas conhecidas consequências ao nosso arranjo macroeconômico.

Convém lembrar que juros elevados não são vistos pacificamente como o mecanismo natural de combate à inflação. Pelo contrário, ao se tomar como premissa a inflação por choques de oferta e o poder de *mark-up* de grandes empresários, que têm o poder de embutir em seus preços os custos financeiros, a elevação dos juros básicos pode promover aumento de preços. Ademais, quando o aumento da taxa de juros promove alterações na distribuição da renda e reação dos demais setores, o quadro institucional de juros elevados e indexados é causa ou, ao menos, elemento mantenedor da inflação (cf. BRESSER-PEREIRA & NAKANO, 1984, p. 10).

O patamar da inflação será mantido na medida em que todos os agentes econômicos estejam relativamente satisfeitos com sua participação na renda. Entretanto, se uma parte desses agentes se sentir em condições de aumentar suas margens ou seus salários de forma a aumentar sua participação na divisão do produto, e se os demais agentes responderem indexando seus preços, haverá uma tendência à continuidade do processo de aceleração da inflação, porque os primeiros agentes buscarão, em seguida, novo aumento de margens ou novo aumento real de salários. (Ibid.)

Tal como visto, a indexação financeira é o resultado mais drástico de anos de cultura da indexação. É, em suma, a proteção conferida a um dos setores da sociedade – os credores da dívida e seus intermediários – em detrimento da proteção a ser conferida aos demais setores – em especial os trabalhadores.

Quando, em decorrência do conflito distributivo, esses demais setores, que não se beneficiam majoritariamente da dívida pública, também buscam salvaguardas às suas rendas por meio de cláusulas de indexação, tende a renascer o componente inercial de nossa inflação. Embora por ora esse problema possa parecer menos importante, ele é um problema latente, cuja manutenção e ausência de enfrentamento político pode, ao final, fazer ressurgir a indexação generalizada. Isso, aliás, foi o que ocorreu com as ORTNs, cuja lógica se propagou por todo o sistema econômico redundado no comportamento excessivamente indexado de nossa economia.

A indexação, mais propriamente, é um “mecanismo de conciliação do conflito distributivo” (CARVALHO, 2014, p. 275) ou, ao menos, uma tentativa, por vezes mal sucedida e com consequências disfuncionais à economia, de resolver esse conflito. De acordo com André Carvalho, o Plano Real não conseguiu acabar de vez com a lógica de

indexação de nossa economia. Dentre outras relações econômicas, permaneceu também a indexação dos títulos de dívida pública.

Neste novo concerto de coisas, como se vê, cada grupo social permanece à espera de condições favoráveis para a reposição de perdas, como é comum em processos de conflito distributivo. Porém, a novidade se manifesta em certa assimetria dos instrumentos de reposição da renda real à disposição de cada grupo; ou seja, alguns setores são impedidos juridicamente de reajustar seus contratos em prazos inferiores a um ano, enquanto outros setores remarcam seus preços sem recurso ao balizamento por qualquer índice, a chamada indexação informal. Permitiu-se, por fim, a indexação de preços em contratos de serviços de utilidade pública, de salários na legislação trabalhista, *dos títulos de dívida pública* [g.n.] e, mais recentemente, a indexação do salário mínimo por um índice que resulta da soma da taxa de crescimento do PIB de dois anos anteriores (medida de produtividade) e da inflação do ano anterior, medida pelo IPCA-IBGE. Este resíduo de indexação persiste, ainda que domado pelo sistema de metas de inflação, provocando recorrentes alarmes quanto ao risco de retorno da inflação.

Em síntese, a desindexação da economia não foi concluída pelo Plano Real, a despeito do desaparecimento dessa questão do debate público – ao menos até o final da década dos anos 2000. Desde o início da estabilização de preços, os temas mais abordados na agenda pública que trata da política econômica têm sido a questão cambial, o regime de metas de inflação e a responsabilidade fiscal (CARVALHO, 2014, p. 281).

A questão da manutenção da indexação financeira – enquanto forma mais incisiva de proteção da renda de um setor específico da economia – curiosamente parece ficar esquecida quando os demais agentes econômicos, em especial os trabalhadores, são criticados por buscar outros mecanismos indexadores para resguardar suas rendas. Ora, se a proteção da renda de um determinado grupo é vista com maus olhos por poder gerar desequilíbrios e, eventualmente, inflação, por que a proteção excessiva conferida aos credores da dívida é providencialmente esquecida? O fenômeno demonstra que a economia, além de uma ciência neutra, envolve insuperáveis questões políticas, cuja compreensão também se faz necessária a quem busca compreender o sistema socioeconômico em que interagem os mais diferentes grupos sociais. Essa questão colocada na seção seguinte.

4.6 Disputa pela renda: o componente político da indexação financeira

A disputa pela renda entre classes e frações de classe não é um fenômeno fácil de estimar. Com efeito, a complexidade das relações jurídicas e sociais dificulta sobremaneira identificar precisamente quem ou quais setores efetivamente se apropriam em maior parte da renda proveniente dos juros da dívida pública. Tal problema apresenta, notadamente,

sutilezas como a possibilidade de que setores específicos, ainda que sob o rótulo de “salários”, recebam, na verdade, lucros ou mesmo os juros da dívida pública. É o caso, por exemplo, dos “supersalários” a que se refere Piketty (2014, p. 290-292), e que, na realidade, podem até mesmo reduzir (ou encobrir) o lucro líquido de uma empresa sob a aparência de custos empresariais; outro ponto complexo é a remuneração de administradores por *stock options*. De forma mais clara, como expõe Duménil & Levy, há que se perquirir se, por trás dos ditos “salários”, está realmente a retribuição pelo trabalho e pela produção (DUMÉNIL & LÉVY, 2010, p. 193). De outro lado, muitos “empresários” – em sua maioria pequeno ou microempresários – nada mais são do que trabalhadores, em que pese a denominação jurídica sob a qual exercem suas atividades (cf. PIKETTY, 2014, p. 200-201).

De qualquer forma, não se pode perder de vista que a cada decisão acerca da taxa-meta Selic a ser tomada pelo COPOM, uma série de discussões, não só técnicas como também políticas, ganha destaque no ambiente econômico brasileiro. É assim que, muitas vezes a pretexto de combater a inflação, agentes econômicos que obtêm ganhos com o aumento da taxa básica de juros – na medida em que sua remuneração é decorrente dos direitos sobre esses títulos públicos, que lhes conferem renda certa e segura – lutam pelo aumento da taxa Selic ou, ao menos, pela sua redução com parcimônia.

Por outro lado, agentes que possuem dívidas, que dependem de crédito ou que simplesmente pretendem manter sua atividade produtiva, e mesmo os trabalhadores assalariados, esforçam-se para reduzi-la. Mais do que isso, aqueles que se beneficiam de mecanismos institucionais como a indexação financeira tendem a esquecê-la e deixá-la de lado quando argumentam no sentido da necessidade de modificações estruturais de nosso sistema econômico, tomando em consideração somente os mecanismos de proteção dos demais setores, retratados como os vilões da inflação.

Não se pode perder de vista que a inflação – sem deixar de decorrer de aspectos ligados à demanda, como enfatizam os ortodoxos, e de outras causas ligadas à oferta, como demonstram os heterodoxos¹⁰⁰ – é, estruturalmente, a exteriorização de um embate político entre os agentes econômicos. Portanto, qualquer mudança entre os níveis de preços de uma economia – e mesmo dos juros – é, além de uma questão de técnica econômica, uma questão política, cujos elementos estruturais e inerciais também devem estar presentes na análise. De acordo com Celso Furtado, “a inflação é fundamentalmente uma luta entre

¹⁰⁰ Quanto aos componentes de demanda e de oferta da inflação, ver Lacerda & Campedelli, 2014, p. 8-15.

grupos pela redistribuição da renda real e (...) a elevação do nível de preços é apenas uma manifestação exterior desse fenômeno” (FURTADO, 2007, p. 317)¹⁰¹.

Em termos teóricos, ao se manterem juros elevados e que recompensam a mera abstinência em consumir e investir, está-se diante da questão da eficiência marginal do capital que, de forma marcante no caso brasileiro, cai facilmente ao nível ou abaixo da taxa de juros, ensejando as crises e intempéries na economia¹⁰². Enfim, a decisão quanto aos juros não é neutra e representa custos (LACERDA & CAMPEDELLI, 2014, p. 21). “Ao elevar a taxa real de juros e mantê-la elevada por muito tempo, há uma transferência de renda de toda a sociedade, via pagamento de impostos, para os credores da dívida pública” (ibid.). Nesse ponto, convém expor pensamento de Piketty, em crítica à hipótese de “agente representativo”:

Desde os anos 1970-1980, as análises da dívida pública sofrem com o fato de que as análises dos economistas se baseiam demais na hipótese dos modelos de ‘agente representativo’, isto é, modelos nos quais cada agente supostamente dispõe da mesma renda e da mesma riqueza (e, portanto, da mesma quantidade de dívida pública). Tal simplificação do mundo real às vezes pode ser útil, a fim de isolar relações lógicas difíceis de analisar nos modelos mais complexos. Porém, ao ignorarem por completo a questão da desigualdade na distribuição da renda e da riqueza, esses modelos costumam chegar a conclusões extremas e pouco realistas e são, assim, mais fonte de confusão que de clareza. No caso da dívida pública, os modelos de agente representativo podem conduzir à conclusão de uma completa neutralidade da dívida pública, não somente no que concerne ao nível do capital nacional, mas no que diz respeito à repartição dos custos fiscais. Essa reinterpretação radical da equivalência ricardiana (...) não leva em conta que uma grande parcela da dívida pública (...) é detida, na prática, por uma minoria da população, de modo que a dívida alimenta redistribuições importantes no interior do país, tanto no caso em que ela é saldada quanto no caso em que não é. (PIKETTY, 2014, p. 136)

¹⁰¹ Ou, mais recentemente, conforme André Carvalho, “a inflação é um dos traços mais profundos da realidade econômica brasileira e resulta de um impasse social quanto à repartição do produto nacional (Bacha, 1987), o qual se transmuta em conflito distributivo” (CARVALHO, 2014, p. 266). Para Rubens Sawaya, “a inflação é resultado do poder de grandes grupos econômicos em se apropriar do valor criado via preços – tanto da renda dos capitais mais fracos, como principalmente dos trabalhadores via rebaixamento dos salários reais” (SAWAYA, 2015, p. 4).

¹⁰² Tratando da polêmica dos juros e do Regime de Metas de Inflação (RMI) no Brasil, Lacerda & Campedelli sustentam que: “Um dos efeitos mais prejudiciais do RMI é em relação às influências negativas que este gera no investimento. Quando ocorrem pressões inflacionárias, o Banco Central eleva a taxa de juros visando uma redução da demanda. Neste cenário é necessário que exista uma eficiência marginal do capital maior para que o investimento seja vantajoso ao empresário. Existe uma consequência ainda mais grave ao investimento. Sendo que o empresário leva em conta a eficiência marginal do capital, sempre que houver pressões inflacionárias, ou elevações substanciais de demanda, este já sabe que o Banco Central irá intervir com uma elevação da taxa de juros, o que fará com que a eficiência marginal do capital fique reduzida, gerando um cenário de desestímulo ao investimento constante” (LACERDA & CAMPEDELLI, 2014, p. 4).

Voltando ao Brasil, é nesse ambiente propenso a medidas de cunho mais conjuntural do que estrutural, em que a dinâmica de curto prazo da economia afeta substancialmente as decisões de longo prazo e a própria dívida pública, e no qual, portanto, imperam temas não só técnicos mas também políticos, que se forma e se modifica taxa de juros brasileira.

Após o regime de metas para a inflação (RMI), o sistema funciona basicamente da seguinte forma. O COPOM fixa a taxa básica de juros a níveis elevados sob a justificativa de combate à inflação. Para obtê-la, o Banco Central atua no mercado, o que o leva a enxugar a liquidez mediante o aumento de sua dívida (parte da dívida pública no conceito DBGG), pelas operações compromissadas, ou por mecanismos congêneres que venham a ser estabelecidos, como títulos do próprio Banco Central ou depósitos remunerados junto a ele. Essa parcela da dívida pública é, por outro lado, ativo excedente do sistema financeiro privado e de seus clientes, remunerada a esses juros elevados e sem riscos de liquidez, de crédito nem de mercado relativamente aos demais ativos que poderiam em tese viabilizar novos investimentos. O pagamento desses juros pelo excedente de reservas enxugado pelo Estado (via Banco Central) se faz às custas, em última análise, do próprio Estado, impactando sua dívida.

Não bastasse, o Tesouro Nacional, outro integrante do mesmo Estado brasileiro, emite dívida indexada à mesma taxa básica de juros (LFTs), sob o argumento de que reduz o prêmio de risco a ser pago aos credores, notadamente em épocas de maior incerteza. Essa dívida, instrumentalizada, nos dias de hoje, notadamente por meio das LFTs do Tesouro e compromissadas do Banco Central, apresenta um caráter pró-cíclico perigoso. Além disso, vicia os agentes econômicos ainda mais em aplicações financeiras de liquidez diária e sem risco de mercado, com todos os problemas daí decorrentes.

Como mencionado no capítulo 2, boa parte do que o Estado brasileiro toma nessas operações é aplicado em títulos seguros em âmbito mundial – como os títulos norte-americanos –, de modo que pagamos (enquanto contribuintes de uma carga tributária que tende a ser regressiva) o custo da diferença entre os juros internos e externos. Quando a taxa de câmbio diminui, isto é, quando o real se valoriza em relação ao dólar, o resultado das contas públicas é ainda pior.

Quem lucra com essa nova forma de “ciranda financeira” (OLIVEIRA, 2010, p. 15; ver seção 3.5) são os setores externos à nossa economia, em especial os países desenvolvidos, os agentes do nosso sistema financeiro, os rentistas, as grandes corporações

que se rendem à lógica do financismo e, de modo geral, todos que se beneficiam, por meios lícitos ou ilícitos, das deficiências de nosso sistema tributário, que onera trabalhadores e empreendedores e privilegia os mais abastados. Quem perde são justamente os mais pobres, que dependem mais das políticas sociais negadas nessa institucionalidade econômica. Perdem os trabalhadores, que não têm como escapar da tributação, e os verdadeiros empreendedores, que não conseguem inovar em um ambiente econômico – avesso à incerteza inerente à empresa produtiva e ao financiamento de longo prazo –, que privilegia o rentismo de curto prazo.

Em conclusão, a dívida pública indexada à taxa Selic, notadamente diante do processo de financeirização, impõe problemas estruturais em nossa economia, relacionados não só ao investimento e à melhoria da política monetária e fiscal, mas também ao efetivo desenvolvimento econômico, na medida em que significa a manutenção de um circuito financeiro que, injustamente, transfere renda dos setores mais fragilizados e com menor poder político aos setores financeiros e rentistas. É um resquício do período de inflação crônica que, em substituição ao imposto inflacionário apropriado por tais setores, passou a conferir-lhes o privilégio de gozar de juros reais elevados de curto prazo, sem risco significativo de crédito e tampouco riscos de liquidez ou de mercado.

A sociedade civil em geral, diante dessa distorção, permanece sob uma economia travada, cujo crescimento econômico não atinge sua potencialidade, ante os juros elevados e indexados, sofrendo efeitos cíclicos de recessão e desemprego, além de pagar a conta, enquanto contribuinte, do refinanciamento da dívida de curto prazo.

4.7 Considerações quanto às medidas para reduzir e superar a indexação financeira

Nesta seção, consideramos algumas medidas e algumas propostas para reduzir e superar os impactos que a indexação financeira provoca na economia brasileira. Não há intenção de atingir uma solução para o problema da indexação, cuja complexidade, conforme exposto ao longo deste trabalho, atingiu níveis extremamente elevados, estando relacionado ao que a literatura econômica costuma descrever como “jeitinho”, “muletas”, “vício” ou “anestésico”, para referir-se ao convívio de nosso sistema econômico com tal mecanismo indexador. De qualquer modo, algumas questões serão apresentadas, para fixar linhas de possíveis saídas para o impasse econômico gerado pela indexação de títulos à taxa de juros de curtíssimo prazo.

4.7.1 O que já foi feito

Algumas medidas já vêm sendo tomadas com o propósito de ao menos reduzir a participação das LFTs no mercado financeiro brasileiro. Entretanto, estão longe de atingir resultados expressivos. Como se infere da participação das LFTs no estoque da DPMFi em poder do público, passados mais de vinte anos do Plano Real, elas continuam relevantes nas decisões de *portfólio* dos atores econômicos, sendo ainda oferecidas pelo Estado. Mas, houve redução de sua participação relativa, por meio de tentativas do governo em mudar o perfil de nossa dívida pública. A Secretaria do Tesouro Nacional, desde 2001, demonstra preocupação em seus Planos Anuais de Financiamento (PAFs) em alongar os prazos médios dos títulos públicos e reduzir o estoque de LFTs (SILVA, 2006, p. 69-71; STN, 2017b, p. 7, 9 e 17). Entretanto, a mais recente crise no período 2015-2016 obrigou a STN a recuar conjunturalmente de sua estratégia, a fim de evitar o pagamento de prêmios de risco excessivos em títulos pré-fixados, de forma que se observou uma elevação da participação do LFTs no estoque da dívida (ibid., p. 23-24, 27-29; cf. PRADO, 2017).

Além disso, como mencionado anteriormente, boa parte da redução do percentual de LFTs na DPMFi acabou sendo compensada pelo crescimento das operações compromissadas do Banco Central no estoque total da dívida. Essas operações também oferecem, na prática, a remuneração de curto prazo pela taxa Selic. Além dos gráficos constantes do terceiro capítulo, a Tabela a seguir, que discrimina a dívida bruta do governo geral (DBGG), incluindo as operações compromissadas, mostra o peso que a dívida pública indexada à taxa Selic ainda exerce sobre a nossa economia.

Tabela 4 – Dívida bruta do Governo Geral – participação percentual por indexador

Período		Saldo (R\$ milhões)	Indexador*											Total
			Cambial			Índices de preços				Selic	TJLP	TR	Pré-fixado	
Interna	Externa	Total	IGP-M	IGP-DI	IPCA	Total								
2006	Dez	1 336 645	1,1	10,8	11,8	5,2	2,5	12,5	20,2	35,6	0,0	2,4	30,0	100,0
2007	Dez	1 542 852	0,8	6,9	7,7	4,6	2,0	15,7	22,3	37,6	0,0	2,2	30,3	100,0
2008	Dez	1 740 888	0,8	7,7	8,5	3,7	1,6	17,2	22,5	43,4	0,0	1,7	24,0	100,0
2009	Dez	1 973 424	0,5	5,1	5,6	3,3	1,2	16,7	21,2	47,2	0,0	1,6	24,4	100,0
2010	Dez	2 011 522	0,5	4,9	5,3	3,6	1,0	18,6	23,2	39,1	0,0	1,7	30,7	100,0
2011	Dez	2 243 604	0,5	4,3	4,8	3,2	0,6	20,2	24,0	38,7	0	1,7	30,8	100,0
2012	Dez	2 583 946	0,4	4,5	4,9	2,9	0,3	23,3	26,6	36,0	0	1,7	30,8	100,0
2013	Dez	2 747 997	0,4	4,9	5,4	3,0	0,1	23,6	26,7	33,4	0	2,3	32,3	100,0
2014	Dez	3 252 449	0,4	5,4	5,8	2,6	0,1	21,9	24,6	37,7	1,4	1,3	29,2	100,0
2015	Jan	3 315 324	0,4	5,3	5,7	2,6	0,1	22,0	24,6	40,8	1,3	1,3	26,3	100,0
2016	Jan	3 992 779	0,6	6,4	7,0	2,4	0,0	20,8	23,3	42,4	1,6	0,8	24,9	100,0
	Fev	4 017 299	0,6	6,3	6,9	2,5	0,0	20,8	23,3	41,7	1,6	0,8	25,7	100,0
	Mar	4 005 700	0,5	5,8	6,3	2,5	0,0	21,4	24,0	40,4	1,7	0,8	26,8	100,0
	Abr	4 039 289	0,5	5,6	6,1	2,5	0,0	21,5	24,1	43,4	1,7	0,8	23,9	100,0
	Mai	4 113 899	0,5	5,7	6,2	2,5	0,0	21,3	23,9	42,6	1,7	0,9	24,7	100,0
	Jun	4 130 831	0,5	5,1	5,6	2,6	0,0	21,7	24,3	41,5	1,7	1,0	26,0	100,0
	Jul	4 213 993	0,5	5,1	5,6	2,5	0,0	21,6	24,2	43,1	1,6	0,8	24,7	100,0
	Ago	4 272 829	0,5	5,1	5,5	2,5	0,0	19,6	22,1	44,4	1,6	0,9	25,5	100,0
	Set	4 329 703	0,5	5,0	5,5	2,5	0,0	19,8	22,3	43,3	1,5	0,9	26,6	100,0
	Out	4 330 508	0,5	4,9	5,4	2,5	0,0	20,2	22,7	44,3	1,5	0,9	25,2	100,0
	Nov	4 418 424	0,5	5,1	5,7	2,4	0,0	20,0	22,4	44,3	1,5	0,9	25,2	100,0
	Dez	4 378 486	0,5	5,0	5,5	2,5	0,0	20,2	22,8	43,8	1,6	0,9	25,4	100,0

* Principais componentes:

Cambial interna: BTN, CFT-D, NTN-M, NTN-A, NTN-D, NTN-I, NTN-R;

Cambial externa: dívida externa;

Selic: LFT, LFT-A, LFT-B, operações compromissadas (Recompra e Revenda), dívida bancária, dívidas securitizadas;

IGP-M: CFT-E, NTN-C, CTN;

IGP-DI: CFT-A, dívida assumida pela União Lei nº 8.727, dívidas securitizadas;

IPCA: NTN-B;

TJLP: dívida bancária;

TR: CFT-B, NTN-F, NTN-P, dívidas securitizadas, TDA, dívida bancária;

Prefixado: LTN, NTN-F (a partir de dezembro de 2003) e títulos da dívida externa emitidos em reais (BRL 16, BRL 22 e BRL 28);

Fonte: BCB.

Além da tentativa de redução da parcelada da DPMFi indexada à Selic, outra medida que já foi adotada há muitos anos é a tributação sobre as aplicações financeiras,

com alíquotas maiores para aquelas de curto prazo. Tanto o imposto de renda quanto parte do IOF incidem regressivamente conforme o prazo da aplicação financeira. Entretanto, trata-se de mais uma solução paliativa do que a verdadeira superação da lógica da remuneração de ativos em curtíssimo prazo. Como visto na seção 2.2, os aplicadores estrangeiros em boa medida não são tributados, pois, quanto ao imposto de renda, são tributados à alíquota zero, conforme a Lei nº 11.312/2006. Basicamente, a tributação segue a disciplina legal conforme os quadros seguintes:

Quadro 5 – Alíquotas regressivas de imposto de renda – residentes

Prazo (em dias)	Alíquota (em %)
Até 180	22,5
De 181 até 360	20
De 361 até 720	17,5
Acima de 720	15

Fonte: Brasil (2004). Tabela elaborada pelo autor. Conforme § 1º, do artigo 46 da Instrução Normativa RFB nº 1.585/2015, “A base de cálculo do imposto é constituída pela diferença positiva entre o valor da alienação, líquido do IOF, quando couber, e o valor da aplicação financeira”.

Quadro 6 – Alíquotas de incidência de IOF regressivo – Anexo do Decreto nº 6306/2007

Nº de dias	% LIMITE DO RENDIMENTO (alíquota)
01	96
02	93
03	90
04	86
05	83
06	80
07	76
08	73
09	70
10	66
11	63
12	60
13	56
14	53
15	50
16	46
17	43
18	40
19	36
20	33
21	30
22	26
23	23
24	20
25	16
26	13
27	10
28	06
29	03
30	00

Fonte: Brasil (2007).

Por outro lado, houve a mudança na forma de remuneração da caderneta de poupança, que acabou com um piso para a queda da taxa de juros Selic. Antes, a poupança era sempre pré-fixada em um mínimo de 0,5% a.m., o que impunha também um piso à redução dos juros. A mudança no critério da remuneração da caderneta de poupança era importante para a continuidade do processo de redução da Selic a níveis civilizados, o que, em consequência, geraria a redução da procura por ativos a ela indexados. De fato, a Lei nº 12.703/2012, que modificou a Lei nº 8.177/1991, estabelece que os juros dos depósitos da caderneta de poupança serão de:

- a) 0,5% (cinco décimos por cento) ao mês, enquanto a meta da taxa Selic ao ano, definida pelo Banco Central do Brasil, for superior a 8,5% (oito inteiros e cinco décimos por cento); ou
- b) 70% (setenta por cento) da meta da taxa Selic ao ano, definida pelo Banco Central do Brasil, mensalizada, vigente na data de início do período de rendimento, nos demais casos. (BRASIL, 2012).

Porém, de forma alguma, tal alteração no critério de remuneração da aplicação mais popular entre os brasileiros é condição suficiente ao fim da indexação financeira. Aliás, após o último ciclo de aperto monetário, tal critério, que só passa a valer quando a taxa meta Selic cai ao nível ou abaixo de 8,5% a.a., sequer está em funcionamento. Ademais, a norma acaba por estabelecer, ainda que em momentos de baixa da taxa Selic, uma nova aplicação de indexação financeira, em que pese uma indexação a base mensal, e não diária. E não bastasse uma aplicação com um redutor (70% da taxa meta Selic), o que é de efeitos contraditórios e, afinal, tende a impactar aqueles agentes que se utilizam da caderneta de poupança, isto é, as parcelas da população com menos recursos para acessar aplicações financeiras mais rentáveis.

Algo de mais concreto no combate à indexação diária ocorreu, de acordo com Francisco Lopreato, por meio da atuação do Banco Central em alongar o prazo das operações compromissadas. De fato, se tomarmos os estoques de operações compromissadas em que o Banco Central figura como parte, observa-se uma significativa colocação em mercado de operações com prazos de duas semanas a três meses. Além disso, a autoridade monetária procura lançar operações com prazos superiores a três meses (BCB, 2017; LOPREATO, 2015, p. 35).

Entretanto, em que pese salutar, por afastar parcela considerável da dívida pública, no conceito mais amplo, que inclui as compromissadas do BCB, do *overnight*, o fato é que ainda se trata de uma medida incipiente. Em abril de 2015, o prazo médio das

operações compromissadas do Banco Central era de apenas 27 dias, conforme Salto & Ribeiro (2015). Lopreato recorda que o desafio de reduzir o estoque de operações compromissadas ainda não foi enfrentado e enfatiza que “a questão maior é separar os mercados monetário e de títulos públicos” (LOPREATO, 2015, p. 36, cf. NAKANO, 2014, SALTO & RIBEIRO, 2015).

Há, portanto, ainda muito a ser feito, sendo necessária muita discussão quanto ao que deve ser feito. É o que será exposto, em linhas gerais, na próxima seção.

4.7.2 Propostas e indagações

Não há propostas consensuais de solução para o problema da indexação financeira. Aliás, o que há efetivamente são inúmeras dúvidas e indagações quanto ao tema, pois, como visto ao longo desse estudo, há uma série de componentes inter-relacionados no enfrentamento da questão. De fato, a indexação financeira, em sua própria definição, nos remete à definição e ao funcionamento de outros elementos de nossa economia, em especial: nosso mercado monetário; a forma como é definida a taxa Selic, hoje utilizada como taxa-meta a ser perseguida pela autoridade monetária, após decisão do Copom, no regime de metas para a inflação; a função que exercem, ou deveriam exercer, os títulos públicos e o financiamento público em nossa economia; as práticas microeconômicas dos agentes; os impactos macroeconômicos; e, talvez o mais importante, as consequências a indexação que gera no desenvolvimento econômico e na distribuição da renda nacional.

A utilização da taxa Selic como indexador de títulos públicos específicos é, como o próprio nome diz, indexação, apesar de uma forma muito peculiar de indexação, em que o índice é a taxa de juros do *overnight* e não um índice de inflação¹⁰³. Basicamente, indexa-se um ativo a uma referência externa por não se confiar na simples fixação de taxas de juros pré-fixadas, que podem resultar, ao final do período, em quantidade adicional de dinheiro em mãos do credor inferior à inflação medida no mesmo intervalo de tempo. Como, em nossa estrutura econômica atual, essa forma de indexação é ainda mais segura que a própria indexação à inflação (índice de inflação + juros reais explícitos), tal como

¹⁰³ De acordo com Oliveira & Carvalho, “embora a taxa de juros ou a taxa de câmbio não sejam índices, justifica-se utilizar o termo indexação por se tratar de procedimento assemelhado, na forma e nos efeitos, à indexação de títulos e de taxas de juros a índices de preços, processo amplamente disseminado na economia brasileira nas últimas décadas” (OLIVEIRA & CARVALHO, 2010, p. 8, nota 1).

vimos anteriormente – pois o Copom mantém os juros de curtíssimo prazo elevados em termos reais e, ademais, não há, na espécie LFTs, sequer risco significativo de mercado –, a prática se mantém e tende a continuar persistindo no sistema econômico brasileiro. Mais do que isso, essa forma peculiar de indexação acaba por exercer atração, enquanto mecanismo de proteção, sobre outros âmbitos das relações econômicas, além da remuneração de títulos públicos governamentais, tal como se dá na atualização de tributos e de restituições e compensações tributárias, nas dívidas judiciais etc.¹⁰⁴. Sob esse prisma, não se pode esconder que, tal como já ocorrera a partir 1964, com as ORTNs, a permissão de que títulos sejam indexados tende a se perpetuar e se alastrar por todos os domínios econômicos. A forma simples e fácil de obter financiamento público transforma-se em vício e, a partir daí, em forma disseminada de proteção contra a inflação, além de garantir juros reais a setores específicos da economia, que sequer renunciam à liquidez ou contribuem efetivamente para novos investimentos produtivos.

Ocorre que, no caso da indexação à Selic, trata-se de uma forma muito peculiar e estranha de indexação. Não se trata de proteger os credores da inflação do período em que se processou tal relação econômica, mas de mantê-los atrelados à lógica de definição da taxa Selic – cuja função é, ou ao menos deveria ser, outra, a de política monetária, que não a de dar proteção, pura e simples, a credores. Essa taxa, ao menos em tese, deveria restringir-se às operações de curtíssimo prazo na negociação de reservas bancárias, isto é, operações de mercado aberto. Mas, na prática, ela é elevada e serve de critério direto de remuneração de mais de um terço da dívida pública, ocasionando uma grande confusão entre reservas e títulos de mais longo prazo. A indexação à Selic, assim, na prática, significa tanto proteção contra a inflação quanto, ainda, uma boa dose de juros reais.

Entretanto, fossem nossos juros de curtíssimo prazo fixados em patamares módicos ou mesmo negativos (em termos reais), por critérios outros que não os utilizados atualmente, tais credores, que hoje se protegem, seja em face do tomador público ou, por extensão, nas demais relações econômicas indexadas à Selic, sofreriam perdas e fugiriam de tal tipo de indexação. Aliás, a defesa da manutenção das LFTs que André Lara Resende apresenta em artigo de 2007 é nesse sentido. Segundo ele, aqueles que defendem o fim das

¹⁰⁴ Entretanto, há algumas diferenças nas regras de indexação à Selic para relações econômicas que não se enquadrem como operações do Sistema Financeiro Nacional, tal como a vedação da capitalização composta de juros. Trata-se de tema intrincado, objeto de longa discussão judicial (cf. BRASIL, 1933, 1963, 1976, 1995, 1995b, 2001 e 2002). De qualquer forma, é mais um indicativo de que o setor financeiro goza de regras mais benéficas de indexação, isto é, no caso, a capitalização diária a juros compostos, em detrimento dos demais setores da sociedade.

LFTs estariam invertendo a causalidade do processo econômico (RESENDE, 2007, p. 225). Mas, para Resende, “a menor participação das LFTs na dívida deve (...) resultar naturalmente do abrandamento da percepção de risco e de incerteza, e não de uma imposição por via regulatória” (ibid., p. 227). Nesse sentido, a indexação financeira morreria de “morte morrida, e não de morte matada” (MORAES, 2007, p. 259).

A opinião de Lara Resende, formulador e profundo conhecedor do tema, bem como dos demais economistas que seguem essa abordagem, apresenta o mérito de diagnosticar a causa mais fundamental do problema nos juros de curto prazo elevados. Mas, por seguir a linha da dicotomia natural-artificial, o que oculta a dimensão social e política da economia, sua análise dá a entender que a redução dos juros do mercado aberto e, por consequência, o fim da indexação a eles, ocorreria naturalmente, por meio de um equilíbrio de mercado.

Todavia, o fato é que a indexação financeira já persiste por décadas, mesmo após a estabilização de preços e a melhora dos indicadores econômicos. Ainda assim, por diversos motivos, os juros de curto prazo e, por consequência, os de longo prazo, permanecem elevados, em divergência até mesmo com outros países em desenvolvimento ou emergentes, que também enfrentam ou enfrentaram situações tão ou mais graves que as da economia brasileira. Em outras palavras, a redução dos juros e a criação de uma institucionalidade de políticas fiscal e monetária menos generosas com os credores da dívida pública não acontecerá por mágica, tampouco por mecanismos de mercado supostamente naturais. A economia é também um campo de embate político, e aqueles que se veem confortáveis na posição de credores do Estado não farão qualquer esforço ou movimento para mudar essa situação. Ao contrário, exercerão *lobby* no sentido de manter o quadro institucional da forma que lhes é mais benéfico, o que inclui tanto a manutenção de juros elevados quanto a de mecanismos de proteção mediante cláusulas de indexação.

Enquanto o conjunto da sociedade, em diferentes fóruns, dentre os quais o próprio Estado, não se movimentaram politicamente no sentido de modificar as estruturas econômicas viciadas que travam o investimento, enfraquecem as políticas públicas e mantêm as distorções na distribuição da renda nacional, nada garante que mecanismos como a indexação financeira, ou outros que existam ou porventura surjam, sejam definitivamente superados. A indexação financeira, a propósito, não foi de modo algum uma criação natural do mercado, mas fruto de decisões políticas, com consequências, naquele contexto, positivas e negativas. Tiveram papel importante em certo contexto

histórico, mas, assim como não surgiram, não desaparecerão simplesmente de modo espontâneo ou natural.

Evidentemente, não se quer dizer com isso que o problema deva ser resolvido por imposição legal ou, como se costuma dizer, “por decreto”. Se a indexação financeira é um vício ou comportamento convencional antigo de nossa economia, por certo sua superação exigirá cuidado e reflexão quanto aos meios de atingir-se um novo regramento nas relações financeiras. A posição de Lara Resende destaca coerentemente que o problema fundamental da persistência da indexação financeira são os juros elevados de curto prazo. Enquanto eles permanecerem elevados ou, ainda que reduzidos de tempos em tempos, retornarem a patamares elevados, a tendência é que os agentes econômicos continuem a buscar mecanismos de indexação de seus ativos ao *overnight*. E, nesse sentido, se bem que não naturalmente, como pretendem os ortodoxos, a indexação financeira só desaparecerá definitivamente quando a sociedade brasileira enfrentar os desafios de transformar a estrutura política e econômica que mantém nossos juros – em especial os de curto prazo – em patamares elevados.

Há uma inter-relação entre juros de curto prazo elevados e regras institucionais que permitem a indexação. Quanto a outras alternativas, além da redução dos juros Selic, não há, por ora, respostas definitivas quanto aos meios a serem empregados, mas já há diversas posições e sugestões quanto a possíveis métodos de enfrentamento da indexação e do comportamento excessivamente voltado ao curto prazo de nosso sistema econômico. Todavia, enquanto não for enfrentado o desafio do combate aos juros elevados de curtíssimo prazo, tais propostas, apesar de também fundamentais, são mais voltadas a questões operacionais.

Dentre tais propostas, a título exemplificativo, é possível citar as seguintes:

Gustavo Franco propõe uma política que promove um “*crowding in*”, em apoio ao mercado de capitais e em superação aos mecanismos que mantêm o sistema financeiro preso à lógica do financiamento da dívida pública (FRANCO, 2007, p. 295). Para ele, é necessário reformular o arcabouço institucional, em especial dos fundos, que permanecem excessivamente comprados em títulos públicos (ibid.).

Francisco Lopes apresenta uma proposta em que as próprias LFTs deveriam ser objeto de redefinição. Segundo o autor, a solução mais satisfatória seria gradativamente substituí-las por papéis prefixados, ainda que de prazos curtos. Inicialmente, esse processo começaria pela mudança na remuneração das próprias LFTs, que deixariam de ser

remuneradas pela taxa média Selic diária e passariam ser indexadas em base mensal, que ele chama de LFT1. Em seguida, o Tesouro lançaria LFTs com remuneração pós-fixada, mas em base média trimestral (LFT3); após, semestral (LFT6) e assim sucessivamente. Isso tornaria mais fácil, segundo Lopes, a posterior substituição da dívida pós-fixada em dívida pré-fixada (LOPES, 2007 p. 335-336).

Francisco Luiz Lopreato sugere uma reformulação institucional em que se combinam uma menor rentabilidade e uma maior tributação aos fundos e aplicações financeiras de resgate diário (LOPREATO, 2015, p. 34). Na linha de exposição do autor, é preciso combater a cultura do curto prazo e da liquidez imediata, o que passa não somente por reduzir o peso das LFTs, mas também levar em conta outros mecanismos, como as operações compromissadas:

O alongamento da estrutura passiva dos diferentes agentes é condição necessária, embora não suficiente, para reduzir o peso das LFTs e ampliar a maturidade dos títulos públicos, aproximando a estrutura vigente no país a das economias maduras. A estratégia mais agressiva, adotada em 2012, de reduzir os títulos atrelados à Selic, sem, no entanto, alterar as regras de aplicações financeiras, levou as instituições a buscarem meios semelhantes capazes de cumprir a tarefa de marcação a mercado diária, de modo a não correr o risco de descasar a estrutura ativa e passiva.

As operações compromissadas atendem a esse propósito. Não há dúvida de que são eficazes ao objetivo de alcançar a meta Selic, mas a forte expansão recente não pode ser explicada apenas por razões de política monetária. A tese aqui proposta é de que as instituições trocaram o ganho das LFTs por juros da Selic diária e preservaram comportamento semelhante ao anterior: garantem proteção e o privilégio de obter no curto prazo rendimento igual ao de longo. (Ibid., p. 35).

Há, ainda, propostas no sentido de uma atuação mais ativa do Banco Central ao longo da curva de juros – e não somente nos juros de curtíssimo prazo – o que, entretanto, não seria de implementação fácil. Ademais, existem propostas no sentido de separar mais enfaticamente o mercado de reservas bancárias e o mercado de títulos, com prazos mais dilatados (cf. OLIVEIRA, 2010, p. 21-22). Nesse sentido, proposta atual é de promover a utilização de depósitos voluntários junto ao Banco Central no lugar das operações compromissadas com títulos do Tesouro, conforme recentemente anunciado na imprensa (ROMERO, 2017; MENDES, 2016). Porém, é importante destacar que a mera substituição do instrumento utilizado nas operações de mercado aberto, por si só, não alterará a realidade da indexação e do benefício às aplicações de curtíssimo prazo, embora possa trazer alterações ou mesmo a simplificação dos balanços do Tesouro e do Banco Central. Contudo, é fundamental uma coordenação maior entre o Tesouro e o Banco Central, bem

como uma separação mais nítida entre mercado de reservas e de títulos públicos (LOPREATO, 2015, p. 36).

De qualquer forma, o que se deve ter sempre em perspectiva é que, além de questões operacionais, há elementos políticos que interferem sobremaneira nas tentativas de redução dos juros e da indexação financeira. Como vimos ao longo desta pesquisa, a prática da indexação dos ativos financeiros à taxa de juros do *overnight* é um mecanismo de defesa dos credores da dívida. Dessa forma, não há apenas elementos técnicos e neutros que devem ser resolvidos por meio da mera aplicação de regras operacionais. Há questões mais profundas que dizem respeito à própria repartição da renda nacional e que, por vezes, não são tratadas com a devida clareza.

CONCLUSÃO

Ao longo do primeiro capítulo, foram destacados aspectos teóricos importantes para melhor compreensão do mundo econômico financeirizado em que vivemos e que, no Brasil, ainda apresenta a peculiaridade da existência de indexação financeira. O primeiro ponto exposto diz respeito à ideia clássica de que a poupança necessariamente seria um elemento prévio ao investimento e, mais do que isso, um elemento que o determinaria. Keynes, em sua Teoria Geral, reverte essa lógica e compreende a dinâmica capitalista de forma muito mais complexa. Ele inclui elementos subjetivos na análise e passa a tomar a decisão fundamental de investir como ato gerador de renda, que, por sua vez, gerará consumo e mais investimento.

Essa concepção está intimamente relacionada à noção de que a moeda é endógena, no sentido de que ela é uma relação social, cuja criação ocorre internamente ao sistema econômico. A moeda nasce por meio de relações sociais em que a credibilidade dos agentes é um elemento marcante. Os bancos ou, de um modo mais geral, o sistema financeiro considerado como um todo, o que, no Brasil, equivale ao que denominamos Sistema Financeiro Nacional, por estarem na raiz dessa prática, configuram-se como agentes que exercem um papel ativo no sistema, elegendo quais serão os demais agentes econômicos aptos a tomar crédito, bem como desenvolvendo formas cada vez mais sofisticadas de criação de moeda escritural.

Deve-se enfatizar que o crédito não pode ser reduzido a um mero ato unilateral e, muito menos, a um simples objeto de transação econômica. Em sua origem, o crédito é uma relação social em que a confiança é aspecto primordial. À medida que se desenvolvem sistemas financeiros cada vez mais complexos, as economias, de um lado, tornam-se capazes de alavancar consideravelmente seus investimentos e seu potencial de crescimento econômico. Por outro lado, a instabilidade se torna um problema inerente ao seu funcionamento, que passa a dissociar o capital real do financeiro, afastando-se do sentido mais original do crédito como confiança.

A preferência pela liquidez é um conceito fundamental para compreender as práticas econômicas e financeiras que elevam a moeda, em suas diversas manifestações, como o elemento central da economia. Quando uma parte da renda é poupada, passa a interessar saber qual o grau de liquidez que os poupadores procurarão manter relativamente

a essa parcela de seu patrimônio. Ou seja, é importante analisar a preferência pela liquidez não como mera escolha binária, em que o agente econômico se limitará à decisão de ficar ou não líquido, mas como uma gradação de liquidez. Dentre os inúmeros ativos financeiros disponíveis, é importante verificar qual o grau de renúncia à liquidez de cada um deles.

A perspectiva keynesiana não trabalha com a simples justificação de juros como recompensa pela abstinência em consumir. Keynes considera como inerente ao conceito a renúncia à liquidez. Além disso, os juros da moeda assumem preponderância, na medida em que ela é um ativo especial, cujo custo de manutenção é desprezível, e a liquidez, incomparavelmente elevada. Não bastasse, seu custo de manutenção, notadamente quando se incluem no conceito os demais agregados monetários – ativos financeiros líquidos – tende a diminuir quanto mais moeda se retém. Essas formulações teóricas, fundamentadas em grande parte no pensamento de Keynes e dos pós-keynesianos, permitem-nos antever, de um ponto de vista mais crítico, o problema de uma economia, tal como a brasileira, que mantém tais títulos públicos indexados à taxa Selic diária, com juros reais positivos, liquidez imediata e baixo risco de crédito e de mercado. Essa prática distorce a curva de juros que deveria premiar a renúncia à liquidez, mantendo em posição confortável e segura quem simplesmente detém o privilégio de abster-se do consumo e do investimento.

Além disso, os aspectos teóricos do primeiro capítulo destacaram as funções peculiares que a dívida pública exerce na economia. Não se trata simplesmente de financiamento do Estado, mas também de mecanismo de política monetária, especialmente via operações de mercado aberto. A dívida pública, nesse aspecto, além de financiar o Estado, promove alterações no volume de dinheiro em circulação, com potenciais efeitos sobre a inflação e também sobre o aquecimento ou desaquecimento da economia. Ademais, a dívida pública e a forma como ela é gerida são elementos decisivos na compreensão do funcionamento econômico e das consequências tanto no que concerne ao crescimento econômico quanto à distribuição da renda nacional.

A dívida pública de indexação financeira é uma peculiaridade brasileira, mas não decorre de aspectos exclusivamente internos ao nosso sistema econômico. É a resposta de nossa economia aos desafios que se impuseram ao longo das modificações estruturais no cenário econômico interno e mundial. Esse foi o tema abordado no capítulo 2, em que se destacou o ressurgimento da financeirização após o colapso do sistema original de *Bretton Woods* e o peso cada vez maior das relações financeiras e da dívida pública no funcionamento da economia.

A partir, sobretudo, dos anos 1970 e, com maior ênfase, nos anos 1990, o Brasil se inseriu de forma passiva na globalização, abrindo seu mercado aos fluxos voláteis de capitais, o que implicou crises e, a partir daí, o acúmulo de reservas como mecanismo defensivo. Esse acúmulo está fortemente relacionado com nossa estrutura financeira, que remunera a juros elevados de curto prazo e sem risco os credores, ao mesmo tempo em que as reservas internacionais são aplicadas em títulos seguros, e de baixa remuneração, em mercados desenvolvidos, em especial nos Estados Unidos. Portanto, o contexto global em que o Brasil se insere é um elemento importante na compreensão das consequências geradas pela manutenção da institucionalidade da indexação financeira, mesmo após o controle inflacionário nos anos 1990.

No capítulo 3, foi destacado o percurso histórico que levou o Brasil à indexação financeira. A indexação começou, no plano da dívida pública, como correção monetária dos títulos públicos à inflação, por meio das ORTNs. Essa foi a solução encontrada pelos economistas pós-Golpe de 1964 para obter o financiamento do Estado. Ao longo do tempo esse mecanismo se revelou uma solução paliativa que, ademais, viciou os agentes econômicos brasileiros na indexação de seus ativos, até mesmo com consequências relacionadas à inflação inercial.

Ao longo dos anos 1980, tal indexação transformou-se em indexação financeira, isto é, em indexação dos ativos, em especial da dívida pública, à própria taxa praticada no mercado aberto (taxa Selic *over*). Para melhor compreensão de como se desenvolveu esse vício, que permanece até hoje, observou-se o papel marcante do desenvolvimento das operações de mercado aberto e da criação do sistema SELIC. Essa institucionalidade consagrou a expressão ciranda financeira, em que os credores da dívida e as instituições financeiras se alimentavam continuamente de juros de curto prazo, às custas do Estado e das parcelas mais pobres da população. Tal fenômeno mostra que a indexação financeira, além de uma questão de técnica econômica, é a expressão de um embate político pela apropriação da renda nacional.

Ainda no capítulo 3, conclui-se que o vício da economia brasileira na indexação financeira não foi superado mesmo após a estabilização de preços em 1994. Ao contrário, a indexação à Selic continuou exercendo uma função mais imediata nos objetivos de financiamento de curto prazo na lógica do Plano Real, ao mesmo tempo em que sua consequência disfuncional ao desenvolvimento econômico brasileiro se revelou mais explícita. A indexação financeira não era mais o remédio necessário para conviver com a

inflação elevada, mas um componente da nova lógica a que se submeteu o Brasil após a abertura econômica e a globalização. Significou a manutenção da proteção excessiva aos credores da dívida às custas do erário e da sociedade brasileira. O lucro inflacionário foi substituído pela remuneração dos credores a juros elevados no curtíssimo prazo, reforçando um circuito financeiro que os remunera pela mera abstinência em consumir, sem sujeitá-los a maiores riscos e tampouco exigir a decisão por novos investimentos produtivos. Manteve-se a lógica da privatização dos lucros e socialização dos riscos e prejuízos.

Tomadas essas considerações, a dívida pública brasileira, fortemente indexada à taxa de juros do *overnight*, quer por meio das LFTs quer por meio de demais operações de mercado aberto praticadas pelo Banco Central, exacerba a proteção dos credores em detrimento dos demais agentes econômicos e das contas públicas, eis que se trata de dívida sem riscos significativos, em especial riscos de mercado.

A manutenção da indexação da dívida pública à Selic após a estabilização de preços contribui para diversas consequências, com importantes impactos sobre a economia brasileira, conforme analisado no capítulo 4. A indexação financeira significa prestigiar os juros do *overnight* como referência na tomada de decisões produtivas, de tal forma a comprometer todo o funcionamento da economia brasileira. As empresas produtivas inicialmente não conseguem atender à lógica de remuneração conforme um *benchmark* tão elevado, mas, a partir daí, submetem-se à lógica de curto prazo intensificando a instabilidade econômica por meio de práticas contrárias à governança corporativa, aos trabalhadores, ao meio ambiente e ao efetivo desenvolvimento econômico. Paradoxalmente, essa tentativa inconsequente de superar a taxa Selic, ao não se preocupar com a tomada de novas decisões de investimento, promove baixo crescimento e crises, em que o retorno sobre o patrimônio líquido das empresas desaba, afetando ainda mais as políticas macroeconômicas, em especial a política fiscal, ante a queda da arrecadação.

A sistemática atual compromete também a economia brasileira sob o ponto de vista da apreciação cambial de nossa moeda, que passa a ter a tendência de valorizar-se especialmente frente ao dólar, diante das práticas microeconômicas de arbitragem e de *carry trade*, aliadas à abertura ao fluxo de capitais especulativos. Os juros elevados de curto prazo e *duration* zero fazem parte do arcabouço institucional em que a manutenção da estabilidade de preços foi conseguida às custas do empreendimento produtivo e da exportação.

Tais consequências que os juros elevados e a indexação financeira provocam na conduta microeconômica dos agentes, levando-os a um comportamento convencional que promove forte busca por proteção em ativos indexados à taxa Selic, notadamente às custas do Estado, e sobretudo em momentos de crise e de aperto monetário, provocam problemas estruturais nas políticas macroeconômicas. A questão fundamental diz respeito ao caráter pró-cíclico que a dívida pública assume no Brasil, com uma trajetória fortemente negativa em períodos de crise, aumento da taxa de juros e migração em massa para a dívida pública indexada à taxa Selic. Esse comportamento traz riscos de que o Brasil ingresse numa trajetória de financiamento *ponzi*, em que a atividade econômica diminui, levando à queda da arrecadação tributária e, finalmente, às crises econômicas. É importante ter em conta que a dívida indexada à Selic se altera diretamente com o aumento dessa taxa, pois se trata de dívida pós-fixada que oscila *pari passu* com a mudança da taxa das operações de mercado aberto. Sob esse contexto, a indexação financeira a juros elevados, ao tentar proteger sob todas as hipóteses os credores da dívida, mesmo em momentos de crise, acaba por levar a consequências de aumento da carga tributária, de retração econômica e, em cenários mais graves, ao próprio risco de moratória da dívida.

A dívida pública de indexação financeira traz ainda um complexo arranjo de política monetária, no qual um dos canais de transmissão, o canal de ativos, é enfraquecido diante da perda de potência do efeito riqueza. Isto é, mesmo sob uma lógica de inflação de demanda, o aumento da taxa de juros não leva os credores da dívida a sofrerem um impacto em sua riqueza, de tal forma a promover uma redução da demanda, com potenciais efeitos na redução da inflação. O travamento do canal de ativos, faz com que o combate à inflação envolva a mesma questão cambial tratada neste estudo, por meio do qual a apreciação cambial (o canal de câmbio) se torna o mecanismo indireto de combate à inflação, porém com as mesmas consequências negativas à balança de pagamentos e às contas públicas, em mais uma demonstração da gravidade da persistência da indexação financeira no Brasil. Finalmente, essa persistência mantém o risco latente de inflação de caráter inercial, sobretudo quando se considera que a indexação é uma tentativa, muitas vezes frustrada, de defesa da renda, o que, diante do conflito distributivo e da tentativa dos demais setores não financeiros de também se protegerem, mantém a tendência inflacionária.

Assim, finalmente, a indexação financeira mostra-se como um mecanismo não só de técnica econômica para promover o financiamento público em momentos de crise, mas

também como um instrumento político de defesa e de apropriação da renda pelos credores do Estado. Estes permanecem detendo o privilégio de obter remuneração pela mera abstinência em consumir, sem enfrentar riscos significativos, tampouco contribuir para a tomada de novas decisões de investimentos produtivos e para o desenvolvimento econômico. Tudo isso às custas das contas públicas, o que, em momentos de maior crise e incerteza, acaba por onerar ainda mais os setores politicamente mais fracos, que arcam com os custos do serviço da dívida pública e com a redução das políticas sociais.

Embora já tenham sido tomadas medidas para reduzir a indexação financeira da dívida pública, tal como a redução da participação das LFTs na dívida pública mobiliária federal interna (DPMFi) e a adoção de mecanismos tributários para evitar as operações de curtíssimo prazo, o fato é que a sua parcela indexada à Selic ainda é elevada, sobretudo quando consideramos as operações de mercado aberto do Banco Central, hoje instrumentalizadas pelas operações compromissadas, conforme se percebe ao tomar como parâmetro a dívida bruta do governo geral (DBGG).

Existem propostas de alterações operacionais no funcionamento da gestão da dívida pública e das práticas de mercado aberto a serem empreendidas pelo Banco Central. Entretanto, é importante destacar que os próprios juros de curto prazo elevados, hoje fixados por meio do COPOM (taxa-meta Selic), são um indutor da manutenção dessa indexação. Em períodos momentâneos de redução da taxa básica de juros, pode-se até perceber uma tendência à diminuição e ao fim da indexação financeira. Porém, em momentos de aperto monetário, a mesma institucionalidade implica seu retorno. Por fim, a alteração dos juros e das regras de indexação da dívida pública, ao contrário da visão ortodoxa, não decorre apenas de mecanismos naturais de mercado, mas também é consequência de um embate político entre os setores da economia brasileira, fenômeno que revela ainda mais as dificuldades em superar-se definitivamente o problema.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGLIETTA, Michel. *Macroeconomia financeira 1: mercado financeiro, crescimento e ciclos*. Tradução de Nicolás Nyimi Campanário. São Paulo: Edições Loyola, 2004.
- _____. *Macroeconomia financeira 2: crises financeiras e regulação monetária*. Tradução de Nicolás Nyimi Campanário. São Paulo: Edições Loyola, 2004b.
- ARAÚJO, Carlos Hamilton Vasconcelos. *Mercado de títulos públicos e operações de mercado aberto no Brasil: aspectos históricos e operacionais*. Brasília: Banco Central do Brasil, 2002. [Notas Técnicas do Banco Central do Brasil, n. 12].
- ARIDA, Persio. As Letras Financeiras do Tesouro em seu vigésimo aniversário. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo (Orgs.). *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação, alongamento*. Rio de Janeiro/São Paulo: Contra Capa Livraria/ANBID, 2007, p. 229-244.
- ARIDA, Persio; RESENDE, André Lara. Inflação inercial e reforma monetária: Brasil. In: ARIDA, Persio (Org.). *Inflação zero: Brasil, Argentina e Israel*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1986.
- ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*. 10ª ed. São Paulo: Atlas, 2011.
- ASSIS, Francisco Carlos de. Coutinho: Brasil tem problema de indexação financeira. *O Estado de São Paulo*. 04 out. 2012. Disponível em <www.estadao.com.br> Acesso em 12 jun. 2017.
- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS (ANBIMA). *Ranking global de administração de recursos de terceiros: abr./2017*. Rio de Janeiro: ANBIMA, 2017. Disponível em <www.anbima.gov.br> Acesso em 23 mai. 2017.
- _____. ANBID e ANDIMA aprovam criação da ANBIMA. In: *Notícias*. Rio de Janeiro: ANBIMA, 2009. Disponível em: <<http://portal.anbima.com.br/anbima/noticias/Pages/2009/10/ANBID-e-ANDIMA-aprovam-criacao-da-ANBIMA.aspx>> Acesso em 18 ago. 2016.
- BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo. Introdução. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo (Orgs.). *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação, alongamento*. Rio de Janeiro/São Paulo: Contra Capa Livraria/ANBID, 2007, p. 15-39.
- BANCO MUNDIAL. *Data: real interest rate*. <<http://data.worldbank.org/indicator/FR.INR.RINR>> Acesso em 14 fev. 2017.

- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Nota para a imprensa: política fiscal. Brasília: BCB, 2017. Disponível em: < <http://www.bcb.gov.br/htms/notecon3-p.asp> > Acesso em 12 mai. 2017.
- ___ Indicadores fiscais. In: BCB. *Série “perguntas mais frequentes”*. Brasília: BCB, 2016. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/FAQs/FAQ%2004-Indicadores%20Fiscais.pdf> > Acesso em 14 jan. 2017.
- ___ *Programação monetária 2017*. Brasília: BCB, 2016b. Disponível em <www.bcb.gov.br> Acesso em 12 mai. 2017.
- ___ Relatório de gestão das reservas internacionais. V. 8, Dez./2016. Brasília: BCB, 2016c. Disponível em: <www.bcb.gov.br> Acesso em 09 jun. 2017.
- ___ Gestão da dívida mobiliária, operações de mercado aberto e swap cambial. Brasília: BCB, 2015. In: *Série Perguntas Frequentes*. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/FAQ%206-Gestao%20da%20Divida%20Mobiliaria%20e%20Operacoes%20de%20Mercado%20Aberto.pdf>> Acesso em 27 ago. 2016.
- ___ Circular nº 3.671, de 18 de outubro de 2013. Dispõe sobre a metodologia de cálculo da taxa Selic. *Diário Oficial da União*, Seção 1, Brasília, DF, ano CL, nº 204 p. 18, 21/10/2013.
- ___ *Manual de Estatísticas Fiscais publicadas pelo Departamento Econômico do Banco Central do Brasil*. Brasília: BCB, 2012.
- ___ Reformulação dos meios de pagamento – notas metodológicas. *Notas para a imprensa*. Brasília: BCB, 2001. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/ftp/infecon/NM-MeiosPagAmplp.pdf>> Acesso em 19 ago. 2016.
- ___ Circular nº 2.900, de 24 de junho de 1999. Estabelece período de vigência da meta para a taxa SELIC, seu eventual viés e aprova o novo Regulamento do Comitê de Política Monetária (COPOM). *Diário Oficial da União*, Seção 1, Brasília, DF, ano CXXXVII, nº 120-E, p. 7, 25/06/1999.
- ___ SGS – Sistema Gerenciador de Séries Temporais – v.2.1. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/?SERIESTEMP>> Acesso em 14 fev. 2017.
- ___ *Glossário Completo*. Brasília: BCB [sem data]. Disponível em <www.bcb.gov.br> Acesso em 14 fev. 2017.
- BARBOSA, Fernando de Holanda. *The Contagion Effect of Public Debt on Monetary Policy: the Brazilian Experience*. *Brazilian Journal of Political Economy*. São Paulo, v. 26, n. 2, p. 231-238, Apr./Jul., 2006. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/PDF/102-4.PDF>> Acesso em 14 fev. 2017.

- ____ Política monetária: instrumentos, objetivos e a experiência brasileira. In: SAWAYA, Rubens (Org.). *O Plano Real e a política econômica*. São Paulo: EDUC, p. 79-103, 1996.
- BARROS, Luiz Carlos Mendonça de. A moeda indexada: uma experiência brasileira. *Economia e Sociedade*. Campinas: IE-Unicamp, v. 2, n. 1, p. 03-24, ago., 1993. Disponível em: <<http://www.eco.unicamp.br/docprod/downarq.php?id=405&tp=a>> Acesso em 14 fev. 2017.
- BATISTA, Jorge Chami. A estratégia de ajustamento externo do Segundo Plano Nacional de Desenvolvimento. *Revista de Economia Política*. São Paulo, v. 7, n. 2, p. 66-80, abr./jun., 1987. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/PDF/26-4.PDF>> Acesso em 14 fev. 2017.
- BELLUZZO, Luiz Gonzaga; ALMEIDA, Júlio Gomes de. *Depois da queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.
- BITTENCOURT, Angela; MANDL, Carolina; PINTO, Luciana; SEABRA, Luciana. CDI se descola da Selic e provoca distorções. *Valor Econômico*. São Paulo, 16 jan. 2013. Disponível em <www.valor.com.br> Acesso em 20 ago. 2016.
- BOJIKIAN, Neusa Maria Pereira. A Lei Dodd-Frank, a regulação financeira internacional e a liberalização dos serviços financeiros nos Fóruns comerciais internacionais. In: Encontro Nacional de Economia da ANPEC, 43, Florianópolis, 2015. Disponível em: <<http://www.anpec.org.br/novosite/br/encontro-2015>> Acesso em 14 fev. 2017.
- BRASIL. Lei nº 12.703, de 7 de agosto de 2012. Brasília, 2012. Disponível em <www.planalto.gov.br> Acesso em 01 fev. 2017.
- ____ Superior Tribunal de Justiça. Súmula nº 382, de 27 de maio de 2009. Brasília, 2009. Disponível em <www.stj.jus.br> Acesso em 29 mai. 2017.
- ____ Presidência da República. Decreto nº 6.306, de 14 de dezembro de 2007. Brasília, 2007. Disponível em <www.planalto.gov.br> Acesso em 01 fev. 2017.
- ____ Lei nº 11.312, de 27 de junho de 2006. Brasília, 2006. Disponível em <www.planalto.gov.br> Acesso em 01 fev. 2017.
- ____ Lei nº 11.033, de 21 de dezembro de 2004. Brasília, 2004. Disponível em <www.planalto.gov.br> Acesso em 01 fev. 2017.
- ____ Emenda Constitucional nº 40, de 29 de maio de 2003. Brasília, 2003. Disponível em <www.planalto.gov.br> Acesso em 21 jun. 2016.
- ____ Lei nº 10.406 de 10 de janeiro de 2002. Brasília, 2002. Disponível em <www.planalto.gov.br> Acesso em 01 fev. 2017.

- ___ Presidência da República. Medida Provisória nº 2.170-36, de 23 de agosto de 2001. Brasília, 2001. Disponível em <www.planalto.gov.br> Acesso em 10 fev. 2017.
- ___ Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000. Brasília, 2000. Disponível em <www.planalto.gov.br> Acesso em 13 dez. 2016.
- ___ Lei nº 9.065, de 20 de junho de 1995. Brasília: 1995. Disponível em <www.planalto.gov.br> Acesso em 10 fev. 2017.
- ___ Lei nº 9.250, de 26 de dezembro de 1995. Brasília, 1995b. Disponível em <www.planalto.gov.br> Acesso em 10 fev. 2017.
- ___ Presidência da República. Medida Provisória nº 1.053, de 30 de junho de 1995. Brasília, 1995c. Disponível em <www.planalto.gov.br> Acesso em 30 mar. 2017.
- ___ *Constituição da República Federativa do Brasil*. Brasília, 1988. Disponível em <www.planalto.gov.br> Acesso em 21 ago. 2016.
- ___ Supremo Tribunal Federal. Súmula nº 596, de 15 de dezembro de 1976. Brasília, 1976. Disponível em <www.stf.jus.br> Acesso em 10 fev. 2017.
- ___ Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Brasília, 1964. Disponível em <www.planalto.gov.br> Acesso em 29 mai. 2017.
- ___ Supremo Tribunal Federal. Súmula nº 121, de 13 de dezembro de 1963. Brasília, 1963. Disponível em <www.stf.jus.br> Acesso em 10 fev. 2017.
- ___ Presidência da República. Decreto nº 22.626, de 7 de abril de 1933. Rio de Janeiro, 1933. Disponível em <www.planalto.gov.br> Acesso em 10 fev. 2017.
- ___ Senado Federal. Decreto nº 23.501, de 27 de novembro de 1933. Rio de Janeiro, 1933b. Disponível em <http://legis.senado.gov.br/legislacao/ListaNormas.action?numero=23501&tipo_norma=DEC&data=19331127&link=s> Acesso em 29 mai. 2017.
- BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos; GALA, Paulo. Por que a poupança externa não promove crescimento. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 27, n. 1, p. 3-19, jan./mar, 2007. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/PDF/105-1.PDF>> Acesso em 14 fev. 2017.
- BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos; NAKANO, Yoshiaki. Fatores aceleradores, mantenedores e sancionadores da inflação. *Revista de Economia Política*. São Paulo, v. 4, n. 1, p. 5-21 jan./mar., 1984. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/PDF/13-1.PDF>> Acesso em 14 fev. 2017.
- BROWN, Ellen. *The Public Bank Solution: from austerity to prosperity*. Baton Rouge, Louisiana: Third Millennium Press, 2013.

- BRUNHOFF, Suzanne. A instabilidade monetária internacional. In: CHESNAIS, François. *A finança mundializada*. Trad. de Rosa Marques & Paulo Nakatani. São Paulo: Boitempo, 2005, p. 69-84.
- CAMPOS, Eduardo. Banco Central lucra R\$ 75,5 bilhões com atuação no câmbio em 2016. *Valor Econômico*. São Paulo: Valor, 2017. Disponível em: <www.valor.com.br> Acesso em 16 abr. 2017.
- CARNEIRO, Ricardo de Medeiros. *Commodities, choques externos e crescimento: reflexões sobre a América Latina*. Santiago: CEPAL, 2012. Disponível em: <http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/5349/1/S1100893_pt.pdf> Acesso em 14 fev. 2017.
- CARNEIRO, Dionísio Dias. Letras Financeiras do Tesouro e normalidade financeira: haverá um peso problem? In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo (Orgs.). *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação, alongamento*. Rio de Janeiro/São Paulo: Contra Capa Livraria/ANBID, 2007, p. 197-217.
- CARVALHO, André Roncaglia de. A persistência da indexação no Brasil pós-Real. *Revista de Economia Política*. São Paulo, v. 34, n. 2, p. 266-283, abr./jun. 2014. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/PDF/135-6.PDF>> Acesso em 14 fev. 2017.
- CARVALHO, Carlos Eduardo. O Plano Collor no debate econômico brasileiro. *Revista Pesquisa & Debate*, São Paulo: PUC-SP, v. 11, n. 1, p. 112-151, 2000. Disponível em: <<http://revistas.pucsp.br/index.php/rpe/article/view/11991>> Acesso em 14 fev. 2017.
- CARVALHO, Fernando José Cardim de. Bretton Woods aos 60 anos. *Novos Estudos*. São Paulo: CEBRAP, n. 70, p. 51-63, nov., 2004. Disponível em: <http://novosestudos.uol.com.br/v1/files/uploads/contents/104/20080627_bretton_woods.pdf> Acesso em 14 fev. 2017.
- CARVALHO, Fernando J. Cardim de; SOUZA, Francisco Eduardo Pires de; SICSÚ, João; PAULA, Luiz Fernando Rodrigues de; STUDART, Rogério. *Economia Monetária e Financeira*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015.
- CARVALHO, Laura; DINIZ, André; PEDROSA, Ítalo; ROSSI, Pedro. *Fiscal costs of monetary policy: indirect effects of an interest rate shock on Brazilian public net debt*. *Revista de Economia Política*. São Paulo, v. 36, n. 3, p. 557-579, jul./set., 2016. Disponível em <<http://www.rep.org.br/PDF/144-6.PDF>> Acesso em 3 jul. 2017.
- CASA, Carlos Alberto Lanza-rini. *Dívida Interna, inflação e desinflação (1964-2004): o financiamento do Estado brasileiro sob a perspectiva da vulnerabilidade externa e da preferência pela liquidez do mercado de títulos públicos*. Brasília: ESAF, 2008. Disponível em: <http://www3.tesouro.fazenda.gov.br/Premio_TN/xiiipremio/divida/3afdpXIIIPNTN/estabilizacao_crescimento.pdf> Acesso em 14 fev. 2017.

CASTRO, Antônio Barros de; SOUZA, Francisco Eduardo Pires de. O saldo e a dívida. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 8, n. 2, p. 93-108, abr./jun., 1988. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/PDF/30-6.PDF>> Acesso em 14 fev. 2017.

CHESNAIS, François. As raízes da crise econômica mundial. *Em pauta*. Rio de Janeiro: UERJ, v. 11, n. 31, 2013, p. 21-37. Disponível em: <<http://www.e-publicacoes.uerj.br/index.php/revistaempauta/article/view/7556>> Acesso em 14 fev. 2017.

— O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In: CHESNAIS, François. *A finança mundializada*. Trad. de Rosa Marques & Paulo Nakatani. São Paulo: Boitempo, 2005, p. 35-67.

CHIANG, Alpha C.; WAINWRIGHT, Kevin. *Matemática para Economistas*. Tradução de Arlete Simille Marques. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

COMISSÃO ECONÔMICA PARA A AMÉRICA LATINA E O CARIBE (CEPAL). *A hora da igualdade: brechas por fechar, caminhos por abrir*. Santiago: CEPAL, 2010. [Trigésimo terceiro período de sessões da CEPAL]. Disponível em: <http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/2973/1/LCG2432_pt.pdf> Acesso em 18 ago. 2016.

CRUZ, Paulo Davidoff. Notas sobre o financiamento de longo prazo na economia brasileira do pós-guerra. *Economia e Sociedade*. Campinas: IE-Unicamp, v. 3, n. 5, p. 65-81, dez/1994. Disponível em: <<http://www.eco.unicamp.br/docprod/download.php?id=417&tp=a>> Acesso em 14 fev. 2017.

— *Dívida externa e política econômica: a experiência brasileira dos anos setenta*. São Paulo: Brasiliense, 1984.

DOWBOR, Ladislau. *Resgatando o potencial financeiro do Brasil*. São Paulo: Fundação Friedrich-Ebert-Stiftung, 2015 [Análise nº 9/2015]. Disponível em: <<http://library.fes.de/pdf-files/bueros/brasilien/12046-20160212.pdf>> Acesso em 14 fev. 2017.

— *Os estranhos caminhos do nosso dinheiro*. São Paulo: FPA, 2013.

DUMÉNIL, Gérard; LÉVY, Dominique. A finança capitalista: relações de produção e relações de classe. In: BRUNHOFF, Suzanne de et al. *A finança capitalista*. Trad. de Rosa Maria Marques e Paulo Nakatani. São Paulo: Alameda, 2010.

EICHENGREEN, Barry. *A globalização do capital: uma história do sistema monetário internacional*. 2ª ed. Tradução de Sergio Blum. São Paulo: Editora 34, 2012.

— *Privilégio exorbitante: a ascensão e a queda do dólar e o futuro do sistema monetário internacional*. Tradução de Afonso Celso da Cunha Serra. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

- FIGUEIREDO, Luiz Fernando; MEGALE, Caio. O processo de alongamento da dívida pública mobiliária federal. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo (Orgs.). *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação, alongamento*. Rio de Janeiro/São Paulo: Contra Capa Livraria/ANBID, 2007, p. 155-175.
- FONSECA, Roberto Gianetti da. A hora da virada cambial. *Valor Econômico*. São Paulo, 16 set. 2011. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/opiniao/1008742/hora-da-virada-cambial>> Acesso em 18 ago. 2016.
- FRANCO, Gustavo H. B. Notas sobre *crowding out*, juros altos e Letras Financeiras do Tesouro. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo (Orgs.). *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação, alongamento*. Rio de Janeiro/São Paulo: Contra Capa Livraria/ANBID, 2007, p. 273-296.
- FRIEDMAN, Milton. *Monetary Correction: a proposal for escalator clauses to reduce the costs of ending inflation*. IEA Occasional Paper, London: London Institute of Economic Affairs, n. 41, 1974, p. 1-18. Disponível em: <http://0055d26.netsolhost.com/friedman/pdfs/other_academia/IEA.1974.pdf> Acesso em 14 fev. 2017.
- FURTADO, Celso. *Formação Econômica do Brasil*. São Paulo: Companhia das Letras, 2007.
- GARCIA, Márcio Gomes Pinto; SALOMÃO, Juliana. Alongamento dos títulos de renda fixa no Brasil. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo (Orgs.). *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação, alongamento*. Rio de Janeiro/São Paulo: Contra Capa Livraria/ANBID, 2007, p. 93-144.
- GOBETTI, Sérgio Wulff. *Regras Fiscais no Brasil e na Europa: um estudo comparativo e propositivo*. Rio de Janeiro: IPEA, 2014.
- GOBETTI, Sergio Wulff; SCHETTINI, Bernardo Patta. *Dívida líquida e dívida bruta: uma abordagem integrada para analisar a trajetória e o custo do endividamento brasileiro*. Rio de Janeiro: IPEA, 2010.
- HICKMANN, Clair Maria; SANTOS, Dão Real dos; OLIVEIRA, Marcelo Ramos. Os ralos do dinheiro público no campo tributário. *Le Monde Diplomatique Brasil*. Ano 7, nº 74, set., 2013. Disponível em <www.diplomatique.org.br> Acesso em 21 nov. 2016.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). Séries históricas e estatística. Disponível em: <<http://seriesestatisticas.ibge.gov.br/default.aspx>> Acesso em janeiro de 2017.
- INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (IPEA). *Ipeadata*. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>> Acesso em 5 jan. 2017.

- KALECKI, Michal. *Teoria da dinâmica econômica: ensaio sobre as mudanças cíclicas e a longo prazo da economia capitalista*. São Paulo: Nova Cultural, 1977. [Coleção Os Economistas]
- KEYNES, John Maynard. *Teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. Tradução de Manuel Resende. São Paulo: Saraiva, 2012.
- _____. Teorias alternativas das taxas de juros. Tradução de Mary Cardoso. In: IPEA (Org.). *Clássicos de literatura econômica*. 3ª ed. Brasília: IPEA, 2010, p. 61-72.
- _____. A teoria *ex ante* da taxa de juros. Tradução de Mary Cardoso. In: IPEA (Org.). *Clássicos de literatura econômica*. 3ª ed. Brasília: IPEA, 2010b, p. 91-97.
- LACERDA, Antonio Corrêa de. Políticas macroeconômicas para o desenvolvimento brasileiro. In: LASTRES, Helena Maria Martins *et al.* (Orgs.). *O futuro do desenvolvimento: ensaios em homenagem a Luciano Coutinho*. Campinas-SP: Unicamp, 2016, p. 83-104.
- _____. Crônica de um (des)ajuste anunciado. In: DOWBOR, Ladislau; MOSANER, Marcelo (Orgs.). *A crise brasileira: coletânea de contribuições de professores da PUC/SP*. São Paulo: Contracorrente, 2016b, p. 149-168.
- _____. Banco Central independente de quem? *Folha de S. Paulo*, 15 set. 2014. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/opiniaio/2014/09/1515485-antonio-correa-de-lacerda-banco-central-independente-de-quem.shtml>> Acesso em 14 fev. 2017.
- _____. A Crise Internacional e a Estrutura Produtiva Brasileira. *Revista Economia & Tecnologia (RET)*. Curitiba: UFPR, v. 9, n. 1, p. 05-18, jan./mar., 2013. Disponível em: <<http://www.economiaetecnologia.ufpr.br/revista/Volume%209%20n%201/05%20Antonio%20Correa%20de%20Lacerda%20-%20A%20crise%20internacional%20e%20a%20estrutura%20produtiva%20brasileira.pdf>> Acesso em 14 fev. 2017.
- _____. *Globalização e Investimento Estrangeiro no Brasil*. São Paulo: Saraiva, 2004.
- _____. Política econômica, reestruturação e vulnerabilidade da economia brasileira nos anos 1990. *Pesquisa & Debate*. São Paulo>PUC-SP, v. 15, n. 1, p. 23-47, 2004b. Disponível em: <<http://revistas.pucsp.br/index.php/rpe/article/view/11940>> Acesso em 14 fev. 2017.
- _____. Distribuição de renda no Brasil dos anos 80. *Revista de Economia Política*. São Paulo, v. 14, n. 3, jul./set., p. 134-140, 1994. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/PDF/55-11.PDF>> Acesso em 14 fev. 2017.
- LACERDA, Antonio Corrêa de; BOCCHI, João Hildebrando; REGO, José Márcio; BORGES, Maria Angélica; MARQUES, Rosa Maria. *Economia brasileira*. 5 ed. São Paulo: Saraiva, 2013.

- LACERDA, Antonio Corrêa de; CAMPEDELLI, André Luís. Uma crítica pós-keynesiana ao regime de metas de inflação (RMI) no Brasil. *Pesquisa & Debate*. São Paulo: PUC-SP, v. 25, n. 2., p. 01-22, jul./dez., 2014. Disponível em: <<http://revistas.pucsp.br/index.php/rpe/article/view/21493>> Acesso em 14 fev. 2017.
- LAVOIE, Marc. *Post-Keynesian Economics: new foundations*. Cheltenham-UK/Northampton-MS-USA: Edward Elgar, 2015.
- LEISTER, Mauricio Dias; MEDEIROS, Otavio Ladeira de. Relacionamento entre autoridade fiscal e autoridade monetária: a experiência internacional e o caso brasileiro. In: BACHA, Edmar. *A crise fiscal e monetária brasileira: ensaios em homenagem a Fabio de Oliveira Barbosa*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016, p. 119-151.
- LEITE, Marcel Guedes; ARVATE, Paulo Roberto. Uma visão institucional para a dívida pública no Brasil. *Revista de Economia Política*. São Paulo, v. 22, n. 4, p. 69-84, out./dez., 2002. Disponível em: < <http://www.rep.org.br/PDF/88-5.PDF>> Acesso em 14 fev. 2017.
- LOPES, Francisco L. A questão do alongamento da dívida pública. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo (Orgs.). *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação, alongamento*. Rio de Janeiro/São Paulo: Contra Capa Livraria/ANBID, 2007, p. 329-336.
- _____. Inflação inercial, hiperinflação e desinflação: notas e conjecturas. *Revista de Economia Política*. São Paulo, v. 5, n. 2, p. 135-151, abr./jun, 1985. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/PDF/18-12.PDF>> Acesso em 14 fev. 2017.
- LOPES, João do Carmo; ROSSETTI, José Paschoal. *Economia Monetária*. 8ª ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- LOPREATO, Francisco Luiz C. *Dívida Pública: o limiar de mudanças?* Brasília: IPEA, 2015 [Texto para discussão nº 2026].
- LOUREIRO, André Soares; BARBOSA, Fernando de Holanda. *Dívida Pública e Prêmio de Risco dos Títulos Públicos no Brasil*. Brasília: Banco Central do Brasil, 2003. [Notas Técnicas do Banco Central do Brasil, n. 42].
- MARQUES, Rosa Maria. O lugar das políticas sociais no capitalismo contemporâneo. *Argumentum*. Vitória: UFES, v. 7, n. 2, p. 7-21, 2015. Disponível em: <<http://www.periodicos.ufes.br/argumentum/article/view/10517/8235>> Acesso em 14 fev. 2017.
- MARQUES, Rosa Maria; NAKATANI, Paulo. *O que é capital fictício e sua crise*. São Paulo: Ed. Brasiliense, 2009.
- MARX, Karl. *O Capital: crítica da economia política*. Livro III, v. 5. Tradução de Reginaldo Sant'Anna. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2015.
- _____. *O Capital: crítica da economia política*. Livro I, v. 2. Tradução de Reginaldo Sant'Anna. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2014.

- ____ *O Capital: crítica da economia política*. Livro I, v. 1. Tradução de Reginaldo Sant'Anna. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2012.
- MENDES, Marcos. Depósito remunerado no Banco Central: avanço institucional ou contabilidade criativa? In: SENADO FEDERAL. *Boletim Legislativo – Núcleo de Estudos e Pesquisas da Consultoria Legislativa*, nº 45, mar./2016. Brasília: Senado Federal, 2016.
- MIGLIOLI, Jorge. Apresentação. In: KALECKI, Michal. *Teoria da dinâmica econômica: ensaio sobre as mudanças cíclicas e a longo prazo da economia capitalista*. São Paulo: Nova Cultural, p. 05-26, 1977. [Coleção Os Economistas].
- MINSKY, Hyman. *Estabilizando uma Economia Instável*. Tradução de José Maria Alves da Silva. Osasco-SP: Novo Século, 2013.
- ____ *Financiamento e lucros: a mudança de natureza dos ciclos de negócios da economia americana*. Trad. de Rogério Sobreira, João Sicsú e Victor Schultz. Rio de Janeiro: ANGE, 1992 [Cadernos ANGE, Textos didáticos, nº 2].
- MODÉ, Leandro; FERNANDES, Adriana. Governo quer esvaziar CDI como referência. *O Estado de São Paulo*. 04 out. 2012. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,governo-quer-esvaziar-cdi-como-referencia,129357e>> Acesso em 01 set. 2016.
- MORAES, Pedro L. Bodin. As Letras Financeiras do Tesouro e o alongamento da dívida pública. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo (Orgs.). *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação, alongamento*. Rio de Janeiro/São Paulo: Contra Capa Livraria/ANBID, 2007, p. 255-259.
- MOURA, Alkimar R. Letras Financeiras do Tesouro: *quousque tandem?* In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo (Orgs.). *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação, alongamento*. Rio de Janeiro/São Paulo: Contra Capa Livraria/ANBID, 2007, p. 245-253.
- NAKANO, Yoshiaki. Ajuste fiscal necessário. *Valor Econômico*. 11 nov. 2014. Disponível em: <www2.valor.com.br/opiniao/3774208/ajuste-fiscal-necessario> Acesso em 03 jun. 2017.
- ____ Para reduzir juro, Selic precisa acabar. *Valor Econômico*. 13 set. 2012, p. A15. Disponível em: < <http://www.valor.com.br/opiniao/2567382/para-reduzir-juro-selic-precisa-acabar>> Acesso em 14 fev. 2017.
- OLIVEIRA, Giuliano Contento de. *Financiamento de longo prazo do Brasil no período recente*. São Paulo: Febraban/Unicamp, 2015. Disponível em: <<https://cmsportal.febraban.org.br/Arquivos/documentos/PDF/Unicamp%20-%20Paper%2020-%20Site.pdf>> Acesso em 14 fev. 2017.
- ____ Moeda indexada, indexação financeira e as peculiaridades da estabilidade monetária no Brasil. *Revista Economia Ensaio*. Uberlândia: UFU, n. 24, n. 2, p. 07-26,

jan./jun., 2010. Disponível em: <<http://www.seer.ufu.br/index.php/revistaeconomiaensaios/article/view/3749/7855>> Acesso em 14 fev. 2017.

_____. *Estrutura patrimonial e padrão de rentabilidade dos bancos privados no Brasil (1970-2008): teoria, evidência e peculiaridades*. 2009. 562 f. Tese (Doutorado em Ciência Econômicas) – Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas. Campinas: Unicamp, 2009.

OLIVEIRA, Giuliano Contento; CARVALHO, Carlos Eduardo. Indexação Financeira e Comportamento Pró-Cíclico da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna no Brasil. *Análise Econômica*. Porto Alegre: UFRGS, v. 28, n. 53, p. 7-36, mar., 2010. Disponível em: <<http://seer.ufrgs.br/index.php/AnaliseEconomica/article/view/6857/9654>> Acesso em 14 fev. 2017.

OLIVEIRA, Giuliano Contento de, MAIA, Geraldo; MARIANO, Jefferson. O sistema de Bretton Woods e a dinâmica do sistema monetário internacional contemporâneo. *Pesquisa & Debate*. São Paulo: PUC-SP, v. 19, n. 2, p. 195-219, 2008. Disponível em: <<http://revistas.pucsp.br/index.php/rpe/article/view/7570>> Acesso em 14 fev. 2017.

ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS (ONU). *Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System*. Nova York: ONU, 2009.

PASTORE, Affonso Celso. As Letras Financeiras do Tesouro e a Eficácia da Política Monetária. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo (Orgs.). *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação, alongamento*. Rio de Janeiro/São Paulo: Contra Capa Livraria/ANBID, 2007, p. 261-272.

PAULA, Luiz Fernando Rodrigues de. Liquidez e zeragem automática: crítica da crítica. *Revista Estudos Econômicos*. São Paulo: USP, v. 26, n. 3, p. 411-439, set./dez., 1996. Disponível em: <<http://www.revistas.usp.br/ee/article/view/116800>> Acesso em 14 fev. 2017.

PAULA, Luiz Fernando Rodrigues de; SOBREIRA, Rogério. Política monetária, operações de mercado aberto e fim da zeragem automática: uma avaliação preliminar. *Indicadores Econômicos FEE*. Porto Alegre: FEE, v. 23, n. 4, p. 121-130, 1996. Disponível em: <<http://revistas.fee.tcche.br/index.php/indicadores/article/view/1016/1324>> Acesso em 14 fev. 2017.

PAULA, Luiz Fernando Rodrigues de; PIRES, Manoel Carlos de Castro. Dilemas da Política Econômica no Brasil. In: MODENESI, André de Melo *et al.* *Sistema Financeiro e política econômica em uma era de instabilidade*. Rio de Janeiro: Campus Elsevier, 2012, p. 191-200.

PAULANI, Leda Maria. *Capitalismo Financeiro e Estado de Emergência Econômico no Brasil: o abandono da perspectiva do desenvolvimento*. In: Colóquio da Sociedade Latino Americana de Economia Política e Pensamento Crítico, I. Santiago, 2006.

- ____ Teoria da inflação inercial: um episódio singular na história da ciência econômica no Brasil? In: DURAND, Maria Rita Loureiro. *50 anos de ciência econômica no Brasil*. Petrópolis: Vozes, 1997.
- PEDRAS, Guilherme Binato Villela. História da dívida pública no Brasil: de 1964 até os dias atuais. In: SILVA, Anderson Caputo; CARVALHO, Lena Oliveira de; MEDEIROS, Otavio Ladeira de. (Orgs.). *Dívida Pública: a experiência brasileira*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional/Banco Mundial, 2009, p. 57-80.
- PIKETTY, Thomas. *O Capital no Século XXI*. Tradução de Monica Baumgarten de Bolle. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2014.
- PIRES, Julio Manuel. Uma visão histórica sobre o problema do padrão de financiamento da economia brasileira. *Ensaio FEE*. Porto Alegre: FEE, v. 25, n. 2, p. 545-560, out., 2004. Disponível em: <<http://revistas.fee.tche.br/index.php/ensaio/article/view/2070/2452>> Acesso em 14 fev. 2017.
- PLIHON, Dominique. As grandes empresas fragilizadas pela finança. In: CHESNAIS, François (Org.). *A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, consequências*. Tradução de Rosa Marques e Paulo Nakatani. São Paulo: Boitempo, 2005.
- POLANYI, Karl. *A grande transformação: as origens de nossa época*. 2ª ed. Tradução de Fanny Wrabel. Rio de Janeiro: Campus, 2000.
- PRADO, Maeli. Com mais títulos vinculados à Selic, perfil da dívida pública piora em 2016. *Folha de São Paulo*. Caderno Mercado de 26 jan. 2017. São Paulo: Folha de S. Paulo, 2017. Disponível em <www.folha.com.br> Acesso em 09 jun. 2017.
- PRATES, Daniela Magalhaes; FARHI, Maryse. A crise financeira internacional, o grau de investimento e a taxa de câmbio do real. Campinas: IE/UNICAMP, 2009. [*Texto para discussão*. nº 164]. Disponível em: <<http://www.eco.unicamp.br/docprod/downarq.php?id=1794&tp=a>> Acesso em 14 fev. 2017.
- RECEITA FEDERAL DO BRASIL (RFB). *Análise da arrecadação das receitas federais: dezembro/2016*. Brasília: RFB, 2016. Disponível em: <<https://idg.receita.fazenda.gov.br/dados/receitadata/arrecadacao/relatorios-do-resultado-da-arrecadacao/arrecadacao-2016/dezembro2016/analise-mensal-dez-2016.pdf>> Acesso em 10 fev. 2017.
- ____ Instrução Normativa RFB nº 1585, de 31 de agosto de 2015. Brasília, 2015. Disponível em: <<http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/consulta.action>> Acesso em 01 fev. 2017.
- ____ Coordenação-Geral de Política Tributária. “Carga tributária no Brasil – 2001”. *Estudo Tributário 06*. Brasília, 2002. Disponível em: <<http://idg.receita.fazenda.gov.br/dados/receitadata/estudos-e-tributarios-e-aduaneiros/estudos-e-estatisticas/carga-tributaria-no-brasil>> Acesso em 10 jan. 2017.

- ____ Coordenação-Geral de Estudos Econômicos. “Carga tributária no Brasil – 2000”. *Texto para discussão 13*. Brasília, 2001. Disponível em: <<http://idg.receita.fazenda.gov.br/dados/receitadata/estudos-e-tributarios-e-aduaneiros/estudos-e-estatisticas/carga-tributaria-no-brasil>> Acesso em janeiro de 2016.
- RESENDE, André Lara. Em defesa dos títulos de indexação financeira. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo (Orgs.). *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação, alongamento*. Rio de Janeiro/São Paulo: Contra Capa Livraria/ANBID, 2007, p. 219-227.
- ____ A política brasileira de estabilização: 1963/68. *Revista Pesquisa e Planejamento Econômico*. Rio de Janeiro, v. 12, n. 3, p. 757-806, dez., 1982. Disponível em: <<http://ppe.ipea.gov.br/index.php/ppe/issue/view/43>> Acesso em 14 fev. 2017.
- ROMERO, Cristiano. Um novo instrumento de política monetária. *Valor Econômico*. São Paulo, 01 fev. 2017. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/brasil/4854550/um-novo-instrumento-de-politica-monetaria>> Acesso em 01 fev. 2017.
- ROSSI, Pedro. *Taxa de câmbio e política cambial no Brasil: teoria, institucionalidade, papel da arbitragem e da especulação*. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2016.
- ____ Taxa de Câmbio no Brasil: dinâmicas da arbitragem e da especulação. *Observatório da Economia Global*. Textos Avulsos. Campinas: Unicamp, n. 7, Set.. 2011. Disponível em: <<http://www3.eco.unicamp.br/cecon/images/arquivos/observatorio/OBSERVATORIO7.pdf>> Acesso em 14 fev. 2017.
- RUBIK, Eduardo Medeiros; COSTA, Karine Viviane de Andrade. Algumas relações entre a SELIC-over e o CDI. *Ciências Sociais Aplicadas em Revista*. Marechal Cândido Rondon-PR: Unioeste, v. 8, n. 15, p. 159-170, 2º sem., 2008. Disponível em: <<http://e-revista.unioeste.br/index.php/csaemrevista/article/view/3285>> Acesso em 14 fev. 2017.
- RUBIN, Isaak Illich. *A teoria marxista do valor*. Tradução de José Bonifácio de S. Amaral Filho. São Paulo: Pólis, 1987.
- SALTO, Felipe; RIBEIRO, Leonardo. Operações compromissadas, gosto de subdesenvolvimento. *Valor Econômico*, 08 jun. 2015. Disponível em <http://www.valor.com.br/imprimir/noticia_impreso/4083296> Acesso em 03 jun. 2017.
- SAWAYA, Rubens. Descalabro fiscal ou luta pela riqueza? *Blog Marxismo 21*. Dossiê Ajuste Fiscal. [s.l.] out. de 2015. Disponível em: <<http://marxismo21.org/wp-content/uploads/2015/10/Rubens-Sawaya.pdf>> Acesso em 20 jan 2017.
- SCHUMPETER, Joseph Alois. *Teoria do desenvolvimento econômico: uma investigação sobre lucros, capital crédito, juro e o ciclo econômico*. 3ª ed. Tradução de Maria Sílvia Possas. São Paulo: Nova Cultural, 1988 [Coleção Os Economistas].

- SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL (STN). *Dívida Pública Federal: Relatório Anual 2016*. Brasília: STN, 2017. Disponível em <www.tesouro.fazenda.gov.br> Acesso em 23 mai. 2017.
- _____. *Dívida Pública Federal: Plano Anual de Financiamento 2017*. Brasília: STN, 2017b. Disponível em <www.tesouro.fazenda.gov.br> Acesso em 23 mai. 2017.
- _____. Indicadores Fiscais: um olhar mais atento aos indicadores do Brasil. Informe Dívida, jan./2011. Brasília: STN, 2011. Disponível em: <www.tesouro.fazenda.gov.br> Acesso em 23 mai. 2017
- SERFATI, Claude. *Las raíces financieras de los grupos industriales mundiales. Olafinanciera*. Coyoacán, México, DF: Universidad Nacional autónoma de México, v. 9, n. 24, Mayo/Agosto, 2016. Disponível em: <http://www.olafinanciera.unam.mx/new_web/24/index.html> Acesso em 14 fev. 2017.
- SERRANO, Franklin. Do ouro imóvel ao dólar flexível. *Economia e Sociedade*. Campinas: Unicamp, v. 11, n. 2, p. 237-53, jul./dez., 2002. Disponível em: <<http://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8643081/10633>> Acesso em 14 fev. 2017.
- SICSÚ, João. A URV e sua função de alinhar preços relativos. *Revista de Economia Política*. São Paulo, v. 16, n. 2, p. 71-85, abr./jun., 1996. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/PDF/62-6.PDF>> Acesso em 14 fev. 2017.
- SILVA, Anderson Caputo; CARVALHO, Lena Oliveira de; MEDEIROS, Otavio Ladeira de. (Orgs.). *Dívida Pública: a experiência brasileira*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional/Banco Mundial, 2009.
- SILVA, José Maria Alves da. Prefácio à Edição Brasileira. In: MINSKY, Hyman. *Estabilizando uma Economia Instável*. Tradução de José Maria Alves da Silva. Osasco-SP: Novo Século, 2013.
- SILVA, Gustavo Martins da. *O mercado de dívida pública: uma proposta para induzir a formação da estrutura a termo da taxa de juros*. 2006. 160 f. Dissertação (Mestrado em Ciência Econômicas) – Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas. Campinas: Unicamp, 2006.
- SIMONSEN, Mário Henrique. *Trinta anos de indexação*. Rio de Janeiro: Editora da FGV, 1995.
- SIMONSEN, Mário Henrique; CAMPOS, Roberto de Oliveira. *A nova economia brasileira*. Rio de Janeiro: José Olympio Editora, 1974.
- SNOWDOW, Brian; VANE, Howard R. *Modern Macroeconomics: it's origin, development and current state*. Cheltenham-UK / Northampton-MS-USA: Edward Elgar, 2005.

TAVARES, Maria da Conceição. Maria da Conceição Tavares. Entrevistador: Fernando Haddad. *Teoria e Debate*. São Paulo: FPA, edição nº 37, fev./abr., 1998. Disponível em: <<http://www.teoriaedebate.org.br/index.php?q=materias/nacional/maria-da-conceicao-tavares>> Acesso em 14 fev. 2017.

____ O “sacrifício” para derrubar a inflação. *Folha de S. Paulo*. 20 fev. 1994. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/fsp/1994/2/20/dinheiro/13.html>> Acesso em 24 jul. 2016.

TAVARES, Maria da Conceição; ASSIS, José Carlos de. *O grande salto para o caos*. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Editor, 1985.

TEIXEIRA, Rodrigo Alves. Uma reflexão sobre o conceito de capital a partir da controvérsia de Cambridge. *Encontro da ANPEC, XXXII*. João Pessoa, 2004. Disponível em: <<http://www.anpec.org.br/encontro2004/artigos/A04A009.pdf>> Acesso em 14 fev. 2017.

WEBER, Max. *Economia e Sociedade: fundamentos da sociologia compreensiva*. Volume 1., 4ª ed. Tradução de Regis Barbosa e Karen Elsabe Barbosa. Brasília / São Paulo: Editora UNB / Imprensa Oficial do Estado de São Paulo, 1999.

WRAY, Larry Randall. Senhoriagem ou Soberania? Tradução de Susan Pyne. *Economia e Sociedade*. Campinas: Unicamp, v. 11, n. 2, p. 193-211, jul./dez., 2002. Disponível em: <<http://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8643079/10631>>. Acesso em 17 fev. 2017.