



**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA**

ANA PAULA SALVIATTI

**CIRANDA FINANCEIRA NO BRASIL: GÊNESE,
TRAJETÓRIA E ACUMULAÇÃO RENTISTA (1964-2022)**

**Campinas
2023**



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA

ANA PAULA SALVIATTI

**CIRANDA FINANCEIRA NO BRASIL: GÊNESE,
TRAJETÓRIA E ACUMULAÇÃO RENTISTA (1964-2022)**

Orientador: Prof. Dr. Guilherme Santos Mello
Coorientador: Prof. Dr. Giuliano Contento de Oliveira

Tese de Doutorado apresentada ao Instituto de Economia da UNICAMP para obtenção do título de Doutora em Desenvolvimento Econômico na área de Desenvolvimento Regional e Urbano, sob a orientação do Prof. Dr. Guilherme Santos Mello e coorientação de Prof. Dr. Giuliano Contento de Oliveira.

ESTE EXEMPLAR CORRESPONDE À VERSÃO
FINAL DA TESE DEFENDIDA PELA ALUNA
ANA PAULA SALVIATTI, ORIENTADA PELO
PROF. DR. GUILHERME SANTOS MELLO E
COORIENTADA PELO PROF. DR. GIULIANO
CONTENTO DE OLIVEIRA

Campinas
2023

Ficha catalográfica
Universidade Estadual de Campinas
Biblioteca do Instituto de Economia
Luana Araujo de Lima - CRB 8/9706

Sa39c Salviatti, Ana Paula, 1985-
Ciranda financeira no Brasil : gênese, trajetória e acumulação rentista (1964 - 2022) / Ana Paula Salviatti. – Campinas, SP : [s.n.], 2023.

Orientador: Guilherme Santos Mello.
Coorientador: Giuliano Contento de Oliveira.
Tese (doutorado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia.

1. Ciranda financeira. 2. Indexação (Economia). 3. Riqueza. 4. Política monetária. 5. Dívida pública. I. Mello, Guilherme Santos, 1983-. II. Oliveira, Giuliano Contento de, 1979-. III. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. IV. Título.

Informações Complementares

Título em outro idioma: Ciranda financeira in Brazil : genesis, trajectory and rentier capital accumulation (1964 -2022)

Palavras-chave em inglês:

Ciranda financeira

Indexation (Economics)

Wealth

Monetary policy

Debts, Public

Área de concentração: Desenvolvimento Regional e Urbano

Titulação: Doutora em Desenvolvimento Econômico

Banca examinadora:

Giuliano Contento de Oliveira [Coorientador]

Ana Rosa Ribeiro de Mendonça Sarti

Alex Wilhans Antonio Palludeto

Vanessa Petrelli Corrêa

Carlos Eduardo Ferreira de Carvalho

Data de defesa: 29-05-2023

Programa de Pós-Graduação: Desenvolvimento Econômico

Identificação e informações acadêmicas do(a) aluno(a)

- ORCID do autor: <https://orcid.org/0000-0003-3876-5191>

- Currículo Lattes do autor: <https://lattes.cnpq.br/6330604010600283>



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

INSTITUTO DE ECONOMIA

ANA PAULA SALVIATTI

**CIRANDA FINANCEIRA NO BRASIL: GÊNESE,
TRAJETÓRIA E ACUMULAÇÃO RENTISTA (1964-2022)**

**Orientador: Prof. Dr. Guilherme Santos Mello
Coorientador: Prof. Dr. Giuliano Contento de Oliveira**

Defendida em 29/05/2023

COMISSÃO JULGADORA

**Prof. Dr. Giuliano Contento de Oliveira - PRESIDENTE
Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP)**

**Profª. Dra. Ana Rosa Ribeiro de Mendonça Sarti
Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP)**

**Prof. Dr. Alex Wilhans Antonio Palludeto
Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP)**

**Profª. Dra. Vanessa Petrelli Corrêa
Universidade Federal de Uberlândia (UFU)**

**Prof. Dr. Carlos Eduardo Ferreira de Carvalho
Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC –SP)**

A Ata de Defesa, assinada pelos membros da Comissão Examinadora, consta no processo de vida acadêmica da aluna.

Eros é o único capaz de criar e construir, não
cabe a Tânatus prevalecer sobre a civilização.

Para Tito e Diogo.

AGRADECIMENTOS

Essa tese não poderia ser defendida sem antes ter contado com um conjunto enorme de pessoas que ao longo dos anos de pesquisa e trabalho me apoiaram das mais diversas formas. É um momento muito feliz em que posso registrar minha gratidão a cada um que dedicou um pouco da sua amizade, amor e carinho a essa trajetória que se realiza com a entrega dessa tese.

Agradeço à Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior, CAPES - Brasil, código de financiamento 001, pela bolsa concedida nos anos iniciais da tese, ela foi fundamental para que ela pudesse ser realizada. Assim como o apoio incondicional de Gabriel Lohner Gróf que não poupou tempo nem recursos em me apoiar a estar em Campinas.

Quero registrar minha profunda gratidão ao Luiz Carlos de Oliveira e Silva, que me recebeu e acolheu em sua casa no Rio de Janeiro por tantas vezes, o qual me ensinou e inspirou.

Registrar minha gratidão a Adriana Perassi Bosco e a Willians Antônio Valentini Jr., que assim foram como Virgílio ao acompanhar Dante em sua caminhada.

Agradecer aos amigos que fiz em Campinas, Antonio Mota, Pedro, Bruno, Alethéia, Beatriz Miotto e Jean de Jesus Peres. Aos amigos que se mantiveram firmes e fortes mesmo com minha ausência, Márcio Botelho, Marocas, Cássia, Lucas, Laureth.

Aos queridos companheiros de doutorado que compartilharam as dores e as delícias de estar aqui, Bruno e Renan. As minhas primas que por simplesmente serem quem são e estarem onde estão me abraçam com carinho e afeto.

Aos companheiros de grupo de leitura dO Capital que foram essenciais com seu incentivo e amizade para debater ideias de tamanha profundidade. Aos alunos e ouvintes pelos quais tive a honra de compartilhar os anos de estudo e dedicação e ampliar os horizontes.

Ao professor Carlos Braga quero agradecer a sua escuta atenciosa sem a qual eu não teria a porta aberta. Ao professor Giuliano Contento de Oliveira, minha imensa gratidão a sua incansável dedicação e mais do que isso, ao seu incentivo e estímulo e compreensão. Se ao professor Carlos agradeço pela porta aberta, agradeço a Giuliano pela mão estendida por toda a trajetória até aqui.

Também agradeço a todos os professores que dedicaram seu tempo e escuta a minha trajetória, professora Rosângela Ballini, Simone de Deos, Ana Rosa Sarti e Guilherme Melo. Aos professores que me incentivaram com seus saberes e conhecimento, Jorge Grespan, Christian Dunker, Antonio Valverde, Jonnefer Barbosa e Jean Tible.

As portas abertas quero agradecer minha querida Emily Fonseca e ao amável Kim Doria. A dedicação e ao carinho com que realizaram seu trabalho Camila Alessandra de Almeida, Guilherme Caldas, André Lania e família.

Por último, mas absolutamente não menos importante, agradeço a minha família que abraçou esse trabalho com toda a compreensão e carinho. Ao meu companheiro Diogo que me ofereceu todo o suporte intelectual, afetivo e existencial para que pudesse me dedicar a esse trabalho. A minha mãe que não pestanejou uma só vez em me ajudar com seu carinho, dedicação e suporte. Aos meus sogros que foram compreensivos na minha ausência, ao meu sobrinho querido que com sua presença traz alegria e carinho a nossa casa. Ao meu filho que enche toda a casa com seu sorriso e trouxe a minha vida o amor infinito.

Minha gratidão a cada um.

RESUMO

Esta tese discute a ciranda financeira no Brasil enquanto circuito especulativo de valorização da riqueza, analisando a sua gênese e trajetória, bem como o padrão de acumulação rentista por ela propiciado.

Sustenta-se a continuidade desse circuito especulativo financeiro denominado ciranda financeira, instalada no seio da economia brasileira desde a década de 1960, até os dias atuais. Seu funcionamento encontra-se diretamente relacionado à deterioração do investimento produtivo e à ampliação da liquidez econômica. A ciranda financeira, por sua vez, exige crescente esforço fiscal primário, de um lado, e contribui negativamente para a atividade econômica interna, ante seus efeitos deletérios sobre o investimento macroeconômico (público e privado), de outro.

A institucionalidade da ciranda financeira, baseada em um sistema de indexação sofisticado dos ativos financeiros, com destaque aos títulos da dívida pública, afeta a condução da política monetária e a estrutura da dívida pública. Essa institucionalidade, associada à elevada taxa básica de juros, a taxa Selic, impacta diretamente o endividamento público e a estratégia do Tesouro Nacional em proporcionar alongamento e redução da vulnerabilidade da DPMFi, como observado entre os anos de 2003 e 2007, bem como de 2009 e 2014. Enquanto a STN realizava a gestão da dívida pública por meio da oferta de títulos de baixa vulnerabilidade e longo prazo, o BC buscava efetuar a condução da liquidez econômica através de operações compromissadas atreladas à elevadas taxas de juros. Em outras palavras, ao mesmo tempo em que o mercado de dívida pública disponibilizava títulos com baixa vulnerabilidade e longa maturação, o BC, em suas operações de mercado aberto, oferecia aos detentores de riqueza financeira títulos de curto prazo atrelados à taxa Selic, alternativa de rendimentos de curto prazo, elevada liquidez e remuneração. Deste modo, a acumulação rentista é premiada mesmo em contexto de baixa oferta de títulos de curto prazo e alta vulnerabilidade pelo Tesouro Nacional, graças às operações de política monetária do BC necessárias para viabilizar a meta operacional de política monetária. Donde se conclui que o circuito de ganhos rentistas descrito pela ciranda financeira apresenta-se em um jogo de ganha-ganha, encontrando espaço e oferta para sua valorização seja pela gestão da dívida pública, realizada pelo TN, seja pela administração da política monetária, realizada pelo BC.

As reconfigurações apresentadas pela ciranda financeira no Brasil mostram que os ganhos rentistas proporcionados por este circuito de valorização fictícia da riqueza não foram uma exclusividade do período de alta inflação, visto que persistiram e foram, inclusive, potencializados em contexto de baixa inflação.

A sistemática pela qual a ciranda financeira promove a valorização e acumulação rentista da riqueza é o eixo pelo qual o capitalismo financeiro encontra-se estabelecido e em funcionamento no Brasil.

Palavras-chaves: Ciranda Financeira, Indexação Financeira, Riqueza Financeira, Política Monetária, Dívida Pública.

ABSTRACT

This dissertation discusses the speculative circuit of wealth appreciation known as financial merry-go-round (*ciranda financeira*) in Brazil, by analyzing its genesis and trajectory, as well as the form of rentier capital accumulation resulting therefrom.

We argue that, while this particular speculative financial circuit – the *ciranda financeira* – has remained in place within Brazil's economy since the 1960s, it has been directly related to the deterioration of productive investments and expansion of economic liquidity. The *ciranda financeira* circuit, on the one hand, requires a growing primary fiscal effort, and, on the other, has a negative impact on domestic economic activity, with adverse impacts on macroeconomic investment (public and private).

The institutional framework supporting the *ciranda financeira*, based on a sophisticated system of indexation of financial assets, notably government bonds, affects how monetary policy is conducted and public debt is managed. This institutional trait, associated with high basic interest rates (the Selic rate), has a direct impact on public debt and on the National Treasury's (STN) ability to lengthen debt maturities and reduce the vulnerability of the DPMFi, as observed in the periods from 2003-2007, and 2009-2014. During those periods, while the STN managed public debt by offering low-vulnerability, long-term bonds, the Central Bank (BC) controlled economic liquidity through high-interest repurchase agreements (Repo). In other words, while the public debt market offered low-vulnerability, long-term government bonds, the Central Bank's money-market instruments offered financial wealth holders short-term, high-liquidity and high-interest investments pegged to the Selic basic interest rate. Accordingly, rentier capital accumulation is awarded even in scenarios of restricted offer of short-term, high-vulnerability bonds by the Treasury, thanks to the monetary policy instruments used by the Central Bank to achieve its goals. Therefore, the rentier gains circuit that marks the *ciranda financeira* constitutes a win-win game, whose appreciation is enabled both through the STN's management of public debt and through the Central Bank's monetary policy.

The multiple forms assumed by the *ciranda financeira* in Brazil show that the rentier gains provided by this circuit of fictitious appreciation of wealth did not take place exclusively within a scenario of high inflation, but persisted and were even maximized within a low-inflation scenario.

The systematic operation whereby the *ciranda financeira* promotes the appreciation and accumulation of rentier capital in Brazil is the foundation upon which financial capitalism has been established and has since remained in place in Brazil.

Key words: *Ciranda Financeira*, Financial Indexation, Financial Wealth, Monetary Policy, Public Debt

ÍNDICE DE TABELAS E GRÁFICOS

Tabela I. Inflação do período (1964 – 1967)	53
Tabela II. Inflação do período (1968 – 1973)	55
Tabela III. Dívida Interna Federal em Títulos e Dívida Externa (em fim do período)	57
Tabela IV. Prazo médio dos títulos federais em circulação entre 1964 e 1970	58
Tabela V. Contas selecionados do setor externo (em US\$ bilhões)	59
Tabela VI. Dívida Externa registrada (em US\$ milhões)	59
Tabela VII. Taxa de juros mercado internacional 1966-1973	62
Tabela VIII. Inflação do período (1974 – 1979)	64
Tabela IX. Taxa de ORTN e IGPD – (1967 – 1985)	67
Tabela X. Formação Bruta de Capital Fixo Setor Público, Privado, SPE e	70
Gráfico 1. Dívida Externa registrada (US\$ milhões)	72
Tabela XI. Taxa de Inflação do período – IGPD – I (1979 – 1985)	74
Tabela XII. Variação real anual do PIB a preços de mercado (1979 – 1985)	76
Gráfico 2. Dívida Externa pública e privada anual (US\$ milhões)	77
Tabela XIII. Dívida Externa (1979 – 1985) (US\$ milhões)	79
Tabela XIV. Inflação do período (1986 – 1990)	88
Gráfico 3. Taxa de juros reais (%) (1995 – 1999)	101
Gráfico 4. Composição da DPF (%) por prazo de vencimento	104
Gráfico 5. Estoque de Dívida Bruta do Governo Geral (2006 – 2020) (R\$ milhões)	109
Tabela XV. Estoque de Dívida Bruta do Governo Geral (2006 – 2020)	110
Tabela XVI. DLSP interna e DBGG interna (R\$ milhões)	112
Tabela XVII. Reservas Internacionais (R\$ milhões)	116
Tabela XVIII. Operações Compromissadas (2002 – 2021) (R\$ milhões)	116
Gráfico 6. Comportamento dos indexadores da DPMFi entre 2000 e 2021	121
Distribuição percentual da dívida por indexador (%)	121
Tabela XIX. Taxa de juros reais (acumulado até dezembro de cada ano)	123
Tabela XX. Distribuição percentual da dívida, principais indexadores %	124
Tabela XXI. Taxa de juros real mensal (%) (2006 – 2023)	126
Gráfico 7. Evolução dos indexadores de Alta vulnerabilidade com e sem Operações Compromissadas. Distribuição percentual da dívida (%)	128
Tabela XXII. Taxa de juros reais (%), PIB (%), LFT (R\$ milhões) (2007 – 2022)	131
Gráfico 8. Percentual de vencimento em 12 meses e em relação ao PIB	137
Gráfico 9. Composição por indexadores da DPF	138
Gráfico 10. Evolução dos indexadores do Tesouro e Bacen Distribuição percentual da dívida por indexador (%)	139

SIGLAS

BC	Banco Central
BNDE	Banco nacional de desenvolvimento econômico
BNDES	banco nacional de desenvolvimento econômico e social
CIP	Conselho Interministerial de Preços
DBGG	Dívida Bruta do Governo Geral
DLSP	Dívida Líquida do Setor Público
DPF	Dívida Pública Federal
DPMFi	Dívida Pública Mobiliária Interna
DRU	Desvinculação de Receitas da União
FHC	Fernando Henrique Cardoso
FGV	Fundação Getúlio Vargas
FMI	fundo monetário internacional
IPEA	Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IGP D I	Índice Geral de Preços disponibilidade interna
IPCA	índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
LTN	Letras do Tesouro Nacional
LBC	Letras do Banco Central
LRF	Lei de Responsabilidade Fiscal
NTN-B	Notas do Tesouro Nacional série B
NTN-F	Notas do Tesouro Nacional série C
NTN-C	Notas do Tesouro Nacional série D
NTN-F	Notas do Tesouro Nacional série F
PAEG	Plano de Ação econômica do Governo
OP	Operações compromissadas
ORTN	Obrigações reajustáveis do Tesouro Nacional
PIB	Produto Interno Bruto
PND	Plano Nacional de desenvolvimento
RAD	Relatório Anual da Dívida Pública Federal
SEPLAN	Secretaria de Planejamento e Assuntos Econômicos
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
STN	Secretaria do Tesouro Nacional
URV	Unidade real de valor

SUMÁRIO

Apresentação	13
Introdução	14
Capítulo 1. Capital financeiro e capitalismo financeiro no Brasil	20
1.1 A contradição do capital	23
1.2 Tendências e contra tendências na lógica do capital	26
1.3 O capital financeiro	28
1.3.1 Constituição do capital financeiro	29
1.3.2 A mobilização do capital	31
1.3.3 A sociedade por ações	32
1.3.4 Autovalorização do valor e dominância financeira	34
1.3.5 As transformações na dinâmica histórica do capital financeiro	35
1.3.6 A dominância financeira	37
1.4 O capitalismo financeiro no brasil	42
Capítulo 2. Gênese da ciranda financeira no Brasil	48
2.1 As reformas Monetária, Creditícia e Financeira de 1964-65	48
2.2 Indexação monetária para o controle inflacionário (1964 – 1967): a dinâmica institucional pretendida	52
2.3 Formação da Ciranda Financeira - ciclo expansivo com endividamento externo (1968 – 1973)	54
2.4 Expansão da Ciranda financeira - ciclo recessivo com endividamento externo (1974 – 1979)	61
2.4.1 Aceleração inflacionária e estímulo a entrada de capitais	63
2.4.2 Capital especulativo e aceleração da ciranda financeira	69
Capítulo 3. A ciranda financeira em contexto de alta inflação	74
3.1 Indexação generalizada e adoção do <i>overnight</i>	74
3.2 Open market como espaço para especulação: o funcionamento do <i>overnight</i>, 1983 -1985	79
3.3 Plano Cruzado e a Indexação financeira	83

3.4	A execução do Plano Cruzado	84
3.5	O Plano Collor	88
3.6	Ciranda Financeira como forma política	91
	Capítulo 4. A ciranda financeira em contexto de baixa inflação	96
4.1	Estabilidade de preços com o Plano Real	98
4.1.1	A administração da ciranda financeira no Plano Real	100
4.2	O tripé da política macroeconômica	102
4.2.1	Simultaneidade da taxa Selic	103
4.2.2	Prociclicidade da DPMFi	105
4.2.3	Controle sobre gasto fiscal do setor público	106
4.3	Custos fiscais com a condução dos juros	109
4.4	A centralidade da dívida pública indexada (2002 e 2022)	113
4.4.1	Operações Compromissadas	114
4.4.2	Dívida pública indexada	119
4.4.3	Contradição entre Tesouro Nacional e Banco Central	138
4.5	Apontamentos finais	143
	Conclusão	146

Apresentação

A ciranda financeira é conceito fundamental dessa tese, o termo cunhado por Maria da Conceição Tavares (1978) ao analisar a organização dos detentores de riqueza junto ao sistema financeiro brasileiro após as reformas de 1964 e 1965. Idealizadas para o fomento do crédito produtivo privado de longo prazo, as reformas, contudo, atingiram resultado avesso ao pretendido para o funcionamento do sistema financeiro, bancário e creditício, ampliando, ainda mais, o comportamento conservador dos detentores de liquidez, além de não estimular a oferta ampla de crédito ao setor produtivo de longo prazo. A contradição é, portanto, elemento constituinte da ciranda financeira instaurada no período a qual, conforme apresentado ao longo dos capítulos dessa tese, se mantém em funcionamento ao longo de décadas, em distintos contextos e sobre diferentes contextos macroeconômicos.

Trata-se de examinar a especificidade do capitalismo na periferia, através da análise do rentismo brasileiro atrelado ao juro da renda fixa. Os ganhos rentistas examinados nessa tese se encontram estabelecidos no espaço de interseção existente entre a condução da política monetária e a gestão da dívida pública, proporcionando impactos sobre os gastos fiscais da União e a administração da taxa básica de juro.

O mérito do trabalho é também o seu calcanhar de Aquiles, a grande extensão analisada, quase seis décadas, faz com que o leitor tenha claro que o trabalho se apoia na longa produção bibliográfica sobre desindustrialização, dominância financeira, custo do crédito privado, dentre outros temas, de autores como Maria da Conceição Tavares, Paulo Davidoff Cruz, Carlos Lessa, José Eduardo Pereira, Wilson Cano, José Carlos Braga e Giuliano Contento de Oliveira.

Por fim, agradeço a leitura realizada e ao debate proposto pelos professores e professoras presentes na banca de defesa, os quais permitiram aprimorar o trabalho final, de minha inteira responsabilidade, apresentado nas páginas seguintes.

Introdução

A ciranda financeira, assim batizada pela professora Maria da Conceição Tavares (TAVARES, 1976), foi a forma pela qual ficou conhecido o circuito financeiro de ganhos rentistas de curto prazo obtidos pelos detentores de riqueza com base na elevada taxa de juros reais dos títulos de dívida pública do governo brasileiro, então indexados à correção monetária.

A descrição do funcionamento da ciranda financeira descende da perspectiva na qual o capitalismo possui múltiplas manifestações. Assim, as representações teóricas da economia precisam ter em consideração essa complexidade, sob o risco de serem incapazes de observar e compreender comportamentos diversos daqueles descritos nos países desenvolvidos. Essa perspectiva torna possível capturar as especificidades do capitalismo financeiro brasileiro.

Tavares torna possível ir além do modelo desenvolvido, do olhar viciado e das análises estáticas, e nos possibilita compreender a dinâmica que envolve o desenvolvimento do capitalismo brasileiro, em especial, da que envolve o desenvolvimento do sistema financeiro nacional, descrito no funcionamento institucional do funcionamento financeiro rentista brasileiro, naquela que ficou conhecida por ciranda financeira, apresentado em '*Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro*', de 1976.

A dinâmica que preside o funcionamento da ciranda financeira sofreu metamorfoses conforme os desdobramentos percorridos pela economia brasileira desde as reformas do sistema financeiro e creditício de 1964 e 1965, tendo se adaptado às tentativas de controle inflacionário e aos diferentes planos de estabilização de preços implementados nos anos 1980 e 1990. O funcionamento e a organização desse circuito financeiro de valorização fictícia da riqueza remontam, portanto, ao processo de constituição e desenvolvimento do capitalismo financeiro no Brasil.

A existência de diferentes capitalismos corresponde às distintas condições materiais presentes nos espaços nos quais a lógica capitalista se inscreveu. Neste sentido, o capitalismo que se desenvolveu no Brasil assumiu uma forma distinta daquela observada em países desenvolvidos, geralmente adotados como referência, embora tenha mantido o seu objetivo precípua, a saber, a valorização e acumulação da riqueza sob a forma mais geral, qual seja, monetária.

Em sua obra¹, Conceição Tavares compreende que o desenvolvimento capitalista brasileiro corresponde a uma dinâmica de concentração e exclusão que remonta à trajetória de inserção do território brasileiro no sistema capitalista. Para a autora, uma dimensão crucial para a superação do subdesenvolvimento capitalista no Brasil consiste na constituição de um sistema de financiamento capaz de viabilizar os vultosos investimentos necessários para a plena constituição e o pleno desenvolvimento dos setores-chave da industrialização. Isso, evidentemente, impõe a existência de um desenvolvido sistema financeiro doméstico.

Para pensar a promoção adequada do sistema financeiro do País, Tavares (1976; 1978) toma de empréstimo a fusão do capital bancário ao industrial que viabilizou investimentos industriais de alta monta e de longo prazo em países como Alemanha e Estado Unidos. Ciente do sentido da valorização da riqueza e da própria dinâmica concentradora do capitalismo brasileiro, Tavares advogava por um projeto industrializante apoiado na expansão do sistema financeiro brasileiro, conduzido estrategicamente pelo Estado.

* * *

Nesta tese, no sentido do problema apontado por Conceição Tavares, analisaremos como, diante da necessidade de conceber novas formas de financiamento para a continuidade do processo industrializante, o sistema financeiro brasileiro passou por importantes reformas entre os anos de 1964 e 1965 (Campos-Bulhões)². Em boa medida, tais reformas buscavam viabilizar o financiamento do desenvolvimento no Brasil e do Estado brasileiro, mediante títulos públicos atrelados à indexação monetária e elevadas taxas de juros reais, e atrair o capital externo.

A estratégia de estímulo à entrada de capital externo estruturou-se em torno de juros reais elevados e liquidez garantida pela correção monetária dos títulos da dívida pública brasileira, enquanto as regulamentações institucionais buscaram determinar os prazos dos contratos de empréstimo externo. Ao incentivo à entrada do capital estrangeiro somava-se a busca pela ampliação do crédito, a partir da ampliação e do aprofundamento do sistema financeiro doméstico.

A proposta das reformas era a de que a entrada de moeda forte fosse utilizada para a importação de insumos e maquinários para a formação de capital, assim como para

¹ Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro (1976), Ciclo e Crise (1978), Notas sobre o processo de Industrialização recente no Brasil (1982), O sistema financeiro brasileiro e o ciclo de expansão recente (1983), Acumulação de Capital e Industrialização no Brasil (1985).

² As reformas institucionais propostas entre os anos de 1964 e 1965 buscavam ampliar os prazos e capacidade de oferta de crédito do sistema financeiro nacional, ao setor produtivo da economia. Dentre as medidas constava a criação da indexação monetária de títulos da dívida pública com correção monetária como modo de incentivar a ampliação do sistema financeiro nacional em meio a política de controle inflacionário praticada pelo PAEG. Tema abordado no segundo capítulo desse trabalho.

fortalecimento do capital de giro das empresas. Por sua vez, às instituições financeiras domésticas caberia a intermediação dos recursos tomados fora do País no mercado nacional, suprimindo, deste modo, a demanda por crédito de médio e longo prazos das empresas brasileiras do setor produtivo.

Entretanto, a falta de condução do Estado para direcionar efetivamente os recursos estrangeiros para investimentos produtivos abriu uma janela de oportunidade para a recondução ao *modus operandi* do capitalismo brasileiro, que passaria a atuar, agora, sobre um sistema financeiro apoiado em títulos públicos com garantia de liquidez e juros reais elevados. O fim do período conhecido como “milagre econômico”, nos anos 1960-70, revelou a dinâmica de alocação dos recursos estrangeiros que ingressavam no país em ORTNs e LTNs (TAVARES, 1976; LESSA, 1988; CRUZ, 1984). A mudança de marcha observada durante o II PND (1974 – 1979), com a queda da produção interna e da liquidez internacional, traduziu-se em expansão da ciranda financeira e, conseqüentemente, em aceleração inflacionária a partir de 1974.

A expectativa de que a entrada de capitais fosse destinada aos projetos de investimento e financiamento produtivo não se concretizou, ao menos na escala imaginada. E enquanto o ingresso de capitais no Brasil não produziu o objetivo projetado pelas reformas de 1964 e 1965, os prazos para o financiamento de investimentos do setor produtivo não foram estendidos. Ao invés disso, os recursos obtidos externamente foram conduzidos para a aquisição de títulos públicos com cobertura inflacionária, altas taxas de juros reais e minidesvalorizações cambiais.

Diante do elevado ingresso de capital estrangeiro no país a partir de 1968, sobretudo após a ampliação dos incentivos em 1976, a política de esterilização monetária foi incessantemente utilizada com o fito de administrar a base monetária para fins de controle inflacionário. Todavia, as contínuas operações de esterilização monetária utilizadas como forma de controle produziram ampliação da dívida pública interna e um sistema financeiro cada vez mais curto-prazista. Ao longo desse processo, foi aumentando a concentração da riqueza dos atores econômicos em ativos líquidos e de alta rentabilidade, assegurados pela indexação monetária.

Por sua vez, as repetidas tentativas de conter a correção monetária (1974, 1979, 1982) ampliaram o mecanismo especulativo assim como a capacidade de pressão do sistema financeiro, ao mesmo tempo em que reduziram gradativamente a confiança na indexação oficial, abrindo caminho para sua futura alteração.

Durante a implementação do Plano Cruzado, em 1986, os títulos de dívida pública passaram a ser diretamente indexados ao circuito *overnight* (OLIVEIRA, 2010b). Diante do cenário de recessão econômica, transição política e inflação crônica, acelerou-se a dinâmica institucional de funcionamento do sistema financeiro, avesso ao risco, que passou a ser endossada como forma de condução da política econômica por parte do Estado (BELLUZZO, 2002), possibilitando aos grandes detentores de capital um modo de obter liquidez e acumulação de riqueza em meio à aceleração inflacionária e à instabilidade macroeconômica do período.

Com a adoção do Plano Real, em 1º de junho em 1994, o perfil disfuncional do sistema financeiro brasileiro foi mantido mesmo após alcançar-se a estabilização de preços. A pressão pelo controle inflacionário foi deslocada para a manutenção da âncora cambial, fazendo com que a indexação dos títulos continuasse se beneficiando dos altos juros reais pagos sobre a dívida pública. Os grandes detentores de capital continuaram beneficiando-se dos ganhos proporcionados pela ciranda financeira, alimentando-se das amplas variações das altas taxas de juros reais que buscavam garantir a âncora cambial, o que marcou o período entre 1994 e 1998.

* * *

Neste sentido, esta tese discute a ciranda financeira no Brasil enquanto circuito especulativo de valorização da riqueza, analisando a sua gênese e trajetória, bem como o padrão de acumulação rentista por ela propiciada. Argumenta-se que a ciranda financeira é uma característica da forma como se constituiu e desenvolveu o capitalismo financeiro no Brasil, tendo início com as reformas do sistema financeiro e monetário de 1964 e 1965. Este circuito financeiro de valorização fictícia da riqueza foi sofrendo mudanças ao longo do tempo, mas, de forma geral, sempre refletiu a dominância do rentismo no capitalismo financeiro brasileiro. Ou seja, ciranda financeira no Brasil reflete o caráter particular da formação e do desenvolvimento do capitalismo financeiro no país, sob dominância do circuito rentista de valorização e acumulação de riqueza.

A análise da gênese da ciranda financeira no País e das suas metamorfoses ao longo do tempo revela que os ganhos financeiros possibilitados pelos títulos da dívida pública seguem sendo o eixo pelo qual este circuito de valorização fictícia da riqueza continua em funcionamento.

Neste sentido, essa tese foi dividida em quatro capítulos, além desta introdução e da conclusão. No capítulo I, discutem-se os aspectos teóricos e históricos que envolvem o desenvolvimento da dominância financeira no modo ampliado de reprodução do capitalismo,

condição fundamental para a análise da formação e das sucessivas transformações que possibilitaram a existência da ciranda especulativa brasileira. Nesse primeiro capítulo, nos apoiamos no livro *O Capital Financeiro* (1910), em que Rudolf Hilferding apresentou a nova forma assumida pelo capital ao final do século XIX, através da fusão do capital bancário e industrial. Para melhor compreender este movimento, contudo, é preciso antes compreender como as manifestações do capital em geral, no processo ampliado de concorrência, possibilitam a criação de novas combinações da forma valor. Finalmente, a compreensão das manifestações do capital no processo de concorrência ampliada exige compreender o fundamento contraditório do valor, o ponto de partida do capítulo I. Após o desenvolvimento lógico-histórico da forma valor e do capital financeiro proposto por Hilferding, o capítulo segue com as inflexões observadas no funcionamento do capital financeiro a partir da dominância exercida na reprodução ampliada do capital, desde a segunda metade do século XX.

No capítulo II, é discutido como a proposta institucional de reforma do sistema financeiro e bancário nacional de 1964 e 1965, elaborada em meio ao contexto de tentativa de controle inflacionário no âmbito do PAEG, viabilizou o comportamento rentista dos grandes detentores de capital sobre o sistema financeiro brasileiro, que se instalou sobre o mercado de dívida pública e o mercado aberto. O capítulo explora a dinâmica da indexação dos títulos de dívida pública e as consequências da oferta de moeda indexada junto ao sistema financeiro brasileiro, com a oferta de títulos de dívida pública emitidos pelo Estado com liquidez perfeita e altas taxa de juros reais em meio à crescente inflação, garantidos pela correção monetária.

No capítulo III é discutido como a institucionalidade financeira brasileira respondeu ao contexto de aceleração inflacionária e retração da liquidez internacional que caracterizaram o final da década de 1970 e os anos 1980. Com a perda da credibilidade da indexação monetária em decorrência das alterações promovidas sobre o cálculo do indexador frente à crescente aceleração inflacionária do período, concomitantemente à necessidade de manter o financiamento público do Estado e a estabilidade dos preços atrelados ao sistema financeiro, a indexação monetária dos títulos de dívida públicas deu lugar à indexação financeira.

No capítulo final, é discutido como a institucionalidade da indexação foi mantida em funcionamento no período de estabilidade de preços, reafirmando o entrelaçamento entre o mercado monetário e o de dívida pública. Discute-se, também, como a ciranda financeira em contexto de estabilidade de preços é fonte de desequilíbrio macroeconômico, reduzindo a capacidade de condução de medidas anticíclicas, gerando custos fiscais não contemplados

pela Lei de Responsabilidade Fiscal. Ainda nesse capítulo, ademais, são analisadas a gestão executada pela STN nos últimos vinte anos sobre a Dívida Pública, com base na análise dos Relatórios Anuais da Dívida Pública, assim como são analisados os custos fiscais decorrentes da condução da política monetária do BC.

Na conclusão desta tese, defende-se que a dinâmica da ciranda financeira reflete e recoloca, permanentemente, a forma específica de como o capitalismo financeiro se constituiu e desenvolveu no Brasil ao longo do tempo.

Capítulo 1. Capital financeiro e capitalismo financeiro no Brasil

Lidar com a transformação é condição fundamental da disciplina econômica, uma vez que seu objeto integra a dinâmica da história. A teoria econômica, desse modo, busca compreender como se constitui a organização da economia para, a partir de então, poder interpretar as reconfigurações constantes que a atravessam. Entendida desta forma, a metodologia econômica é aberta às constantes alterações que se apresentam, pois permite à contribuição teórica partir do desenvolvimento lógico e histórico do seu objeto.

O pensamento econômico, assim compreendido, produz conhecimento a partir de referências que interpretam a economia em seu constante devir. A teoria oferece um ponto de encontro do pensamento dinâmico, que analisa a economia a partir de sua lógica interna e de suas manifestações temporais.

Sendo assim, o conhecimento econômico tem como ponto de partida o capitalismo como uma forma econômica dinâmica, que devido à sua constituição contraditória manifesta-se em incerteza e crise³. Ao ser direcionado à acumulação e valorização de capital, reproduz em seu movimento concentração e desigualdade, centralização e desequilíbrio.

Portanto, a teoria econômica definida em sentido lógico-histórico adota o referencial oposto aos postulados deterministas e mecanicistas das abordagens ortodoxo-convencionais, exigindo constante renovação e crítica, abarcando grande conjunto de autores e contribuições.

A partir dessa concepção da economia, referenciais teóricos diferentes, porém, em diálogo com o fundamento dinâmico da economia, podem contribuir para a construção de novas interpretações demandadas pelas constantes transformações observadas na dinâmica econômica. Dentro dessa premissa ocorre o diálogo entre: a instabilidade estrutural, descrita por Marx como decorrente da contradição fundamental que constitui o capital, o funcionamento do mercado de capitais e da acumulação de riqueza em uma economia monetária da produção, desenvolvido por Keynes, a teoria da demanda efetiva desenvolvida por Keynes e Kalecki (BRAGA, 2004, p. 84), e a contribuição feita por Minsky sobre a instabilidade e as crises, dentre outros exemplos possíveis de articulações teóricas demandadas pela dinâmica lógico histórica da economia.

³

(GRESPLAN, 1996, 1998, 2000)

A perspectiva lógico-histórica, ao interpretar a economia em seu sentido dinâmico, é capaz de compor atualizações teóricas correspondentes a mudanças e reconfigurações ocorridas no capitalismo, pois dispõe de categorias e instrumentos teórico para a construção de sínteses frente às transformações históricas da economia capitalista:

Valendo-nos da teoria da acumulação de capital e da demanda efetiva, analisamos como se engendram processos tais como os da renda agregada e da capitalização financeira, oriundos das decisões e práticas capitalistas, viabilizados pelas formas privadas e públicas de gestão da riqueza, na macroestrutura financeira, que tornam a circulação de riqueza virtual um elemento estrutural do capitalismo contemporâneo, um 'estrato superior' de riqueza. (BRAGA, 2000, p. 45-46, apud BRAGA, 2004, p. 91).

A economia capitalista compreendida em seu constante processo de transformação manifesta novas combinações históricas como reflexo das suas insuperáveis contradições internas, a que conduz ao incessante movimento de expansão de seus limites. Quando as formas mais críticas e fetichizadas do valor passam a dominar a reprodução da economia através da mobilização dos capitais e da sua participação no excedente gerado no processo de acumulação, o capitalismo apresenta-se em seu modo financeiro.

As primeiras formulações teóricas nesse sentido tiveram lugar nos trabalhos de Hobson e Hilferding, autores que observaram as mudanças no funcionamento do capitalismo na virada do século XIX para o XX. Ambos autores analisaram a articulação entre grandes monopólios e a expansão do sistema financeiro, o primeiro trabalho fornecendo ampla descrição sobre a nova dinâmica que se estabelecia na economia e o segundo contribuindo com o desenvolvimento teórico sobre a dominância do novo funcionamento capitalista.

Hobson em “A evolução do capitalismo moderno”, de 1894, buscou compreender a correlação estabelecida entre o crescimento e expansão das indústrias e o papel do crédito no processo econômico. Hobson buscou descrever a mudança na organização e administração dos monopólios industriais e o direcionamento do crédito produtivo como meio para a expansão dos ganhos dos acionistas. Em seu trabalho, Hobson defendeu que a verdadeira unidade econômica do capitalismo não era mais então a unidade técnica de uma planta, mas a unidade industrial e financeira da empresa, ou seja, na união de suas atividades industriais e financeiras.

Em sua análise sobre a relação entre a indústria e as finanças destacou que o destino da indústria concentrada passava a estar sobre o controle dos especialistas das

finanças que trabalhavam na direção estratégica que os investimentos deveriam tomar. Surge, então, o papel do **financista**, o ator responsável por vender a “ideia” das ações a maior quantidade possível de investidores. O estudo feito por Hobson a respeito do funcionamento e da articulação em que o capitalismo apresentava sua nova dinâmica encontrou amplo desenvolvimento anos mais tarde em Hilferding.

Hilferding ofereceu com seu trabalho o aprofundamento da relação entre capital produtivo e bancário, de cuja fusão se desdobra o capital financeiro. A estreita relação existente entre o estabelecimento da empresa monopólica e da expansão do capital financeiro encontrou detalhamento teórico que permitiu novas formulações sobre os desdobramentos posteriores da forma capital combinada apresentada pelo autor, o capital financeiro. Sua obra *O Capital Financeiro*, de 1910, resultou de um trabalho assumido em compreender, em última instância, o funcionamento apresentado pelo desenvolvimento histórico capitalista frente à lei de tendência⁴, as manifestações históricas das contratendências do valor que descreviam aquele período.

Hilferding parte da lógica interna que preside o capital e busca oferecer uma compreensão ao arranjo desenvolvido pelo capitalismo tal como se apresentava na virada do século XIX ao XX, especialmente na Alemanha, mas também nos Estados Unidos. Deste modo, frente à crescente disponibilidade de liquidez no sistema, o desenvolvimento do crédito combinado à expansão das sociedades anônimas configurou uma dominante contra tendência histórica capitalista.

Para esse autor, o capital financeiro diz respeito à manifestação histórica do movimento lógico de expansão contraditória do capital, o momento provisório e instável da ampliação das contradições do valor por meio da sua organização através do capital financeiro. Nas palavras de Hilferding:

O hegeliano poderia falar em negação da negação⁵: o capital bancário foi a negação do capital de usura e ele por sua vez, é negado pelo capital financeiro. Essa é a

⁴ Lei de tendência ou também conhecida por Lei da Queda Tendencial da Taxa de Lucro é o conceito apresentado na seção III, do Livro III, de *O Capital*, 1890, de Karl Marx, a qual será trabalhada em detalhes nas próximas páginas do capítulo.

⁵ A superação da contradição é o traço de origem do sujeito idealista, pois ao superar a parcialidade e realizar o retorno a si mesmo, o faz enriquecido da experiência realizada com o objeto. O movimento descrito pelo sujeito idealista não se detém na contradição, pois realiza o esforço de superá-la – a negação da negação. Faz desta forma porque ao se desenvolver realiza a própria substância, posto que o sujeito hegeliano é ideal, e ao ser é uno. Não é só no nível da apreensão do movimento do sujeito ideal onde se expressa seu movimento de autorrealização. No projeto hegeliano, a história é a manifestação do desenvolvimento do Espírito Universal. Deriva da concepção uma comum a sujeito e substância, o vínculo entre o que é abstraído no movimento do conceito e o desenvolvimento da história. A natureza desse elo incorre a necessidade absoluta. O contrário e o avesso do projeto marxiano de exposição (*Darstellung*) do sujeito capital, no qual se assume que a história do

síntese do capital de usura e bancário que se apropria, num grau infinitamente superior do desenvolvimento econômico, dos frutos da produção social. (HILFERDING, p. 219 -220)

A partir da década de 1960, o capitalismo financeiro passa a apresentar mudanças em sua dinâmica, manifestando elementos de instabilidade e de crise mais frequentes. Esta nova dinâmica, por sua vez, passou a exigir novas respostas da teoria econômica. Assim, conforme a expressão monetária do capital, o dinheiro, passa a dominar a reprodução econômica, ganha relevância na teoria econômica a teoria da acumulação de riqueza financeira, descrita por Keynes e, simultaneamente, a um renovado interesse pelo sentido das crises do capital descritas por Marx. Nesse contexto, a teoria que melhor descreve a atualidade do capitalismo em seu movimento dinâmico passa a ser a que compreende a *dominância financeira em sua realização dinâmica de riqueza* (BRAGA, 2004, p. 89).

A teoria da dominância financeira é uma contribuição teórica que nasce originalmente do desenvolvimento lógico histórico da economia dinâmica. É o desenvolvimento do arcabouço teórico que permite compreender o desenvolvimento do capitalismo financeiro em seu sentido mais crítico e fetichizado associado ao funcionamento instável do mercado de capitais. No capitalismo em que se desdobra a dominação financeira, a emissão de capital fictício e o estabelecimento da bolsa de valores são exemplos de elementos que nos oferecem instrumentos para compreender a dinâmica de funcionamento da economia capitalista em que a autovalorização do valor representa acumulação de riqueza financeira.

Como parte do percurso desenvolvido historicamente pela forma capitalista, determinada organização de sua reprodução tornou-se dominante, em rearticulação às suas contradições internas. Contudo, para, então, compreendermos a forma dominante do capitalismo financeiro em sua expressão atual é necessário ter-se claro a lógica interna de funcionamento do capital que o suporta.

1.1 A contradição do capital

São as condições históricas do desenvolvimento do modo de produção capitalista que irão manifestar as contradições fundamentais do capitalismo. Contudo, para a

capitalismo difere obrigatoriamente da exposição conceitual adotada em *O Capital*. (MULLER, GRESPAN, 1996, 2002, 2011, 2019)

compreensão do capitalismo busca-se recuperar as determinações internas da forma valor, a lógica que preside o capital, tal qual desenvolvida por Marx na publicação de *O Capital* (1858 a 1870). Essa primeira constatação se faz logo necessária pois o que o capitalismo apresenta historicamente é o avesso e o contrário do que é feito pela exposição lógica do valor⁶

Ao longo de *O Capital* temos a exposição dialética da contradição que preside o conceito de *capital em geral* ao longo dos seus três livros. Seguindo a proposta do método expositivo adotado, Marx irá desenvolver o valor em seu movimento, como conceito formado a partir de uma inadequação fundamental que provém da relação instituída entre capital e trabalho assalariado.

Quando o trabalho, a substância produtiva, passa a ser adquirido pelo proprietário da produção capitalista, o capital passa a utilizá-lo para o encaminhamento de seu modo de produção particular. A partir desta relação de trabalho historicamente determinada, o produtor do trabalho passa a ser mercadoria, mais especificamente, a mercadoria força de trabalho.

A força de trabalho, por sua vez, é inserida como mercadoria e encontra-se à disposição no mercado. Ao ser adquirida pelo capitalista, passa ao comando do proprietário fornecer à produção o trabalho vivo, o qual, por sua vez, é transformado em trabalho abstrato, homogêneo e genérico pelo modo de produção capitalista. O capital, em contrapartida, manifesta a produção e seus resultados como sua realização. O trabalho em sua forma assalariada é incorporado como atributo privado do proprietário que a compra, o capital. Há uma alienação original na relação de produção dirigida pelo sentido capitalista, na qual o sujeito que exerce a produção, o trabalho assalariado, não se encontra representado na substância que produz, a mercadoria. A partir desta relação fundamental, o direito de propriedade oculta a origem da substância que produz, alienando o produtor e fetichizando o produto.

Toda essa digressão nos serve para desenvolver plenamente a ideia que está contida na relação estabelecida entre capital e trabalho assalariado, - presidia pela lei do valor: o conteúdo da contradição delega ao capital o papel de sujeito alienado, e de substância ao trabalho assalariado. Enquanto sujeito, o capital busca expandir e reproduzir aquilo que ele manifesta ser resultado da sua produção. Esse descompasso compõe o movimento do capital, e ele se manifesta no desenvolvimento histórico capitalista.

⁶ As formas sociais capitalistas não correspondem historicamente - de maneira plena - ao conceito de capital (...) o capital não tem outro conteúdo social que não o trabalho. Nas formações capitalistas a realidade nunca corresponde plenamente ao conceito de capital, porque sua realização integral tende a subverter a sua própria base de valorização, o tempo de trabalho. (MARX, 2011, p. 587 e 593 *apud* MÜLLER, 1982, p. 24) (GRESPLAN, 2019)

Ao longo da apresentação de *O Capital*, a forma valor se torna mais rica em determinações conforme se afasta da origem do valor, o trabalho assalariado. Encontramos, deste modo, as categorias mais ricas da forma valor apresentarem o traço comum da pura propriedade do capital, as formas mais concretas de fetiche⁷.

Para expor o movimento conceitual do capital em geral, Marx opta por desenvolver as categorias do valor em sua integridade formal nos dois primeiros livros da obra. Nos livros I e II encontramos a produção e os circuitos da circulação do valor, as categorias ao longo do processo ficam ricas em determinações e fazem a passagem gradual das formas mais abstratas até alcançarem as formas mais concretas do conceito a serem desenvolvidas no livro III.

No livro III a forma valor é apresentada dentro da relação efetiva da concorrência, quando os capitais passam a interagir na forma de capital uns frente aos outros, o que encaminha maior complexidade na apresentação, posto que as formas não só se relacionam efetivamente, como geraram novas formas a partir dessa interação.

Conforme avança a exposição dos capítulos, as categorias tornam-se mais visíveis e ricas em determinação. Assim, quanto mais determinado o capital, mais fetichizadas e inseridas no tempo as suas formas se encontram. Quando, então, é alcançada a expressão máxima na exposição do capital em geral no processo global da produção capitalista⁸, adentra-se ao nível da concorrência efetiva do capital global, a qual implica na simultaneidade das formas e na criação de outras⁹.

É através dessa relação [do capital bancário e o industrial] que o capital vai assumir a forma de capital financeiro, sua forma mais elevada e abstrata.

[...]

As relações entre o capital bancário e o industrial apenas se revelaram como formas aperfeiçoadas das relações existentes entre as formas elementares do capital monetário e produtivo. (HILFERDING, 1985, p. 27)

⁷ Tema da seção VII do Livro III (MARX, 1985c).

⁸ Quando dizemos que as categorias ganham determinações ao longo da apresentação desenvolvida nos livros de *O Capital*, estamos admitindo que categorias que estão em sua forma mais determinada, possuem definições mais concretas do que quando apresentadas em estado abstrato. Logo, as determinações presentes no Livro I (mercadoria, dinheiro, circulação simples) são apresentadas nas suas formas preliminares e mais abstratas.

⁹ O processo capitalista global, por conseguinte, de qualquer modo já tem de ser compreendido como valor em processo, como o movimento contínuo do sujeito abrangente, que assume diferentes formas, mas em todas essas formas está em si mesmo e exatamente isto; estar em si mesmo no ser-outro e simultaneamente multiplicar-se nesse movimento. (REICHELDT, 2013, p. 257).

Logo que a forma valor é apresentada dentro da relação global e efetiva da concorrência, os capitais passam a interagir na forma de capital uns frente aos outros e passam a gerar novas formas a partir dessa interação. A partir do movimento conceitual do valor, a concorrência capitalista implica na simultaneidade das formas e na criação de outras¹⁰, determinação fundamental para o trabalho desenvolvido por Hilferding, como será observado a seguir.

1.2 Tendências e contra tendências na lógica do capital

Quando a exposição da produção global do capital em geral é alcançada, o conceito de capital passa a desdobrar tendências e contra tendências de sua forma. O impulso da corrida concorrencial é motivado pela incessante redução de custos. Entretanto, menores custos são acompanhados de maiores composições orgânicas de capital, o que corrói a taxa de lucro média das empresas. É, então, apresentada a lei geral do capital, ou lei da queda tendencial da taxa de lucro.

A dinâmica tendencial do sistema é a de gerar maiores massas de capital mesmo que essas acumulem menores taxas de lucro. Conforme a proporção da composição orgânica dos capitais envolvidos na concorrência, maior o peso e a capacidade de influenciar a formação dos preços de produção. A contradição está no deslocamento pelo qual a massa de mais-valia produzida se dirige ao maior capital e não ao menor.

Em termos sistêmicos, o capital em geral assiste ao crescimento tanto da massa de mais-valia produzida como da taxa de lucro média. No entanto, os crescimentos expressos por massa de mais-valia e taxa média de lucro não são equivalentes. O crescimento da taxa média de lucro cai em relação ao da massa. A distância entre ambas aumenta conforme se expande a produção capitalista, visto que o cálculo da composição orgânica de capital se expressa por: capital constante sobre o capital variável, conforme a função:

¹⁰ O processo capitalista global, (...) assume diferentes formas, mas em todas essas formas está em si mesmo e exatamente isto; estar em si mesmo no ser-outro e simultaneamente multiplicar-se nesse movimento. (REICHEL, 2013, p. 257). Da natureza do próprio capital surge o impulso para a superação destes obstáculos. No processo de efetivação desta tendência, entretanto, a dinâmica do capital ganha um aspecto mais complexo, com o desenvolvimento de novas formas de criação de mais-valia que enriquecem o conteúdo da autovalorização. (GRESPLAN, 1998, p. 130). (GRESPLAN, 2011)

$$CO = \frac{cc}{cv}$$

Quanto maior o *quantum* de capital constante envolvido na produção, menor será a taxa de lucro extraída sobre esta, *ceteris paribus*. Infere-se, assim, que a composição orgânica do capital cresce tendencialmente.

Um capital grande com pequena taxa de lucro acumula mais rapidamente do que um capital pequeno com taxa grande. Essa concentração crescente provoca, por sua vez, em certo nível, nova queda da taxa de lucro. (MARX, 1985c, p. 189).

A relação entre capital constante e capital variável repõe, pois, a contradição interna fundamental ao nível da reprodução efetiva. Entretanto, nos deparamos com as possibilidades contra-atuantes à lei de tendência de queda da taxa de lucro. Existem condições que podem retardar a disposição à queda da taxa de lucro, definidas como contra atuantes à própria lei.

De acordo com o modo contraditório pelo qual o capital é constituído, tanto a lei da queda tendencial da taxa de lucro, como suas contratendências carregam consigo a contradição em suas manifestações, por esse motivo, se apresentam conforme a qualidade que lhe é característica: a necessidade relativa. Ou seja, as contratendências carregam em si a possibilidade de se manifestarem, segundo os desenvolvimentos históricos a que o capitalismo estiver submetido ¹¹. São ao menos seis as possibilidades contratendências elencadas por Marx: i) Elevação do grau de exploração do trabalhador; ii) Compressão salarial; iii) Barateamento dos elementos do capital constante; iv) Superpopulação relativa; v) Comércio Exterior; e, por último, vi) Crescente disponibilidade de capital global, ou seja, liquidez.

Sobre as consequências da sexta contra tendencial na reprodução do capitalismo que Hilferding desenvolve a combinação entre as Sociedade por Ações e a expansão do crédito, como organização contratendencial. Conforme inflexão feita por Marx, a

¹¹ As tendências contra-atuantes não são meramente externas ou contingentes à tendência geral: por exprimirem momentos opostos essenciais do mesmo fundamento contraditório, ambas permanecem, na sua copertença, uma necessidade relativa. (MÜLLER, 1982, p. 21), (GRESPLAN, 2002)

organização das Sociedades Anônimas estabelece outro modo de articulação sobre o lucro gerado pela indústria com grande composição orgânica, ao tomarem-no como renda do capital.

No capítulo XXVII do Livro III d'*O Capital*, Marx, ao expor o papel do desenvolvimento do sistema de crédito sobre a produção, destaca a formação das Sociedade por Ações como motivo contra atuante da queda tendencial da taxa de lucro. Nos termos do autor:

Esse lucro total passa a ser recebido somente na forma de juro, isto é, como mera recompensa à propriedade do capital, a qual agora é separada por completo da função no processo real de reprodução, do mesmo modo que essa função, na pessoa do dirigente, é separada da propriedade do capital. (...) Nas sociedades por ações, a função é separada da propriedade de capital, portanto também o trabalho está separado por completo da propriedade dos meios de produção e do mais-trabalho. Esse [é o] resultado do máximo desenvolvimento da produção capitalista. (...) Antes de prosseguirmos há de se observar ainda o que é economicamente importante: uma vez que o lucro assume aqui puramente a forma do juro, tais empresas são ainda viáveis quando meramente proporcionam juros, e esse é um dos motivos que freiam a queda da taxa geral de lucro, pois essas empresas, onde o capital constante constitui proporção tão enorme em relação ao variável, não entram necessariamente na equalização da taxa geral de lucro. (MARX, 1985c, p. 332).

Ainda no mesmo capítulo, Marx aponta para a separação do capitalista como mero dirigente, e do proprietário do capital como capitalistas monetários (MARX, 1985c), conteúdo desenvolvido por Hilferding e que será fundamental nos desdobramentos posteriores observados na dinâmica capitalista.

1.3 O capital financeiro

A partir do desenvolvimento apresentado historicamente pelo capitalismo alemão, em *O Capital Financeiro*, Hilferding (1910 [1985]) apresenta seu trabalho para a compreensão das novas formas de capital que passaram a se manifestar na economia capitalista. Seu trabalho é uma contribuição à teoria do valor e produto de uma análise materialista da história alemã.

O trabalho de Hilferding em *O Capital Financeiro* tem como base o desenvolvimento lógico da forma valor em sua mais alta abstração, na etapa em que ocorre o processo global da reprodução do capital em geral. Parte da lógica contraditória que define o valor, da sua fundamentação sobre a necessidade relativa e da exposição das tendências e contratendências do capital em geral, em seu mais alto nível de apresentação.

Do processo global da reprodução do capital em geral, da relação direta dos diversos capitais, pode surgir novas formas de capital. É deste ponto que parte o estudo de Hilferding ao trazer a forma do capital financeiro como forma desdobrada, a partir do desenvolvimento combinado de outras formas de capital: o capital bancário (forma juros) e o capital industrial (forma lucro). A constituição do capital financeiro corresponde, pois, à combinação de formas de capital, as quais se encontram reunidas em suas apresentações mais ampliadas. Ao que se propõe o autor, o capital financeiro é forma que se integra ao conjunto das demais formas do valor.

1.3.1 Constituição do capital financeiro

Com o avanço da produção capitalista, a composição orgânica do capital passa a crescer juntamente, fazendo com que o capital envolvido nos custos fixos seja tendencialmente maior do exigido pelo capital variável. Para a execução das diferentes rotações dos capitais fixo e circulante exigidos pela produção, o capital ocioso originado da produção surge inicialmente como entesouramento do industrial para a manutenção das rotações exigidas pelo negócio.

O capital ocioso do industrial, por sua vez, passa a ampliar a disponibilidade de crédito ao tornar-se parte dos recursos trabalhados pelas instituições que se especializaram na função de assegurar a conversibilidade das notas promissórias e compensar débitos, os bancos, tornando-se capital monetário e impactando sobre a disponibilidade crescente de liquidez do sistema.

Tal como dispõe o princípio da necessidade relativa, o capital ocioso ao tornar-se crédito bancário não é destinado obrigatoriamente a investimentos produtivos, contudo, ao ser encaminhado como capital monetário produtivo pelos bancos, serve para a expansão do crédito à disposição de outros capitalistas. O capital ocioso, é assim, capital monetário latente (HILFERDING, 1985, p. 82).

A partir do momento no qual o dinheiro de crédito substituiu o dinheiro como meio de pagamento, o crédito teve suas atribuições ampliadas e passou a disponibilizar crédito de curto prazo à produção. Com a ampliação do capital ocioso, expandiu-se a liquidez do sistema de crédito, que tornou a expandir o circuito produtivo. Ao tornar-se crédito para outros capitalistas, o capital monetário latente transforma-se, então, em capital monetário ativo.

O capital ocioso, fruto da produção industrial, ao ser depositado no banco, expandiu a capacidade de crédito desse último. O capital bancário, por sua vez, então, correspondia a uma letra de cambio bancária que veio substituir as letras de câmbio industriais e comerciais, trocadas por particulares. Em troca da garantia de liquidez oferecida pelos bancos, os recursos dos capitalistas passaram a contar com a redução dos riscos particulares por quebra ou perda de liquidez (Ibid., p. 87).

A atividade credora dos bancos junto ao capital produtivo inicialmente esteve ligada aos investimentos de curta duração destinados ao capital variável das empresas, de curta rotação. Contudo, no momento em que o banco passou a oferecer investimentos direcionados a rotatividades maiores da indústria, ou seja, ao capital fixo, ao aumento da composição orgânica do capital, maior o crédito de capital fornecido pelo banco e maior a participação do banco na esfera produtiva. O capital monetário nele depositado passou a ser investido em novas aplicações produtivas, tornando-se o crédito de capital, forma de crédito própria do sistema bancário.

Por outro lado, quanto maior é o aporte de crédito obtido pelo industrial junto ao setor bancário, maior é a produção e o lucro obtidos, ampliando sua procura por crédito. Com o aumento da produção capitalista, aumenta o capital ocioso das empresas depositado junto aos bancos. Por sua vez, conforme a concentração do capital monetário se estabeleceu junto ao sistema bancário, maior torna-se a liquidez disponível para o fornecimento de crédito. Ao responder ao aumento da demanda por investimento de longa rotatividade do setor produtivo, desdobrou-se uma nova forma de capital.

1.3.2 A mobilização do capital

Com o crescimento industrial ocorreu o aumento do capital monetário depositado no sistema bancário. Como dito anteriormente, com o aumento do crédito fornecido pelos bancos aconteceu uma mudança qualitativa na relação entre bancos e indústrias, o qual passa a ser denominado como investimento. Quando o banco passou a destinar recursos para a produção, dirigidos ao capital fixo, passou a crescer o predomínio e influência do banco sobre a empresa industrial (Ibid., p. 97).

Ao investir na indústria o capital bancário não faz uma operação de empréstimo, a natureza da operação é alterada. Na operação de investimento o capital monetário é transformado em capital industrial e capital fictício. Ao ser gerador de investimentos produtivos, o banco passa a não dispor do dinheiro imediatamente como em sua forma monetária. Em outras palavras, o capital bancário se imobiliza e para sobrepor essa contradição são emitidos títulos de renda capitalizado a partir do lucro industrial, através da criação da sociedade por ações. Deste modo, com a capitalização dos lucros industriais, o banco pode voltar a dispor, a qualquer momento, de seu capital na forma monetária, permitindo mantê-los como ativos.

A criação de títulos de renda capitalizada, por sua vez, é apresentada como a criação de uma nova mercadoria, a constituição de um novo capital junto ao mercado financeiro. Contudo, sua oferta é uma ilusão (Ibid., p. 114), o preço da ação é capitalização feita sobre os lucros industriais. O capital acionário é a manifestação na história da forma do capital fictício, a comercialização desses títulos corresponde ao fetiche da mercadoria (Ibid., p. 143).

O preço das ações tem valor contábil, sua mercadoria é baseada no estabelecimento de um contrato que dá ao portador o direito ao rendimento do juro sobre o capital monetário por ele investido. Não há lucro produzido na realização da mercadoria títulos de renda, sua substância não é o mais-trabalho, ela é mercadoria *sui generis*, é mercadoria sem qualquer trabalho.

O que é negociada é a transferência da concessão de crédito de um para o outro (Ibid., p. 136), os objetos comercializados são contratos de propriedade. O mercado de títulos é um mercado no qual o capital se autonomiza e passa a valorizar a si mesmo.

Através do mercado de títulos o banco torna possível transformar seu capital bancário em capital industrial, através da emissão de capital fictício. O modo pelo qual o banco faz seu investimento é disponibilizando no “mercado, sob a forma de capital fictício, o capital monetário destinado à transformação de capital industrial” (Ibid., p. 131).

1.3.3 A sociedade por ações

A indústria realiza a abertura da sociedade por ações do seu capital em troca de maior aporte de investimentos. O banco passa a ser dono de ações da empresa e o crédito bancário fornecido passa a ser de outra natureza, pois o banco já não investe em uma indústria, o banco investe em um negócio do qual ele é dono majoritário ações.

O ingresso da instituição bancária no investimento de longa rotatividade é movido pelas possibilidades de ganho obtidas com o lucro do lançador. Ganho obtido quando a os retornos se apresentam maior do que a taxa de juros corrente. Simultaneamente, é com o investimento e a participação majoritária dos bancos nas indústrias por meio das ações, que ampliam o capital bancário (Ibid., p. 174).

Contudo, ao dono majoritário das ações de uma sociedade por ações se dá o domínio da produção. O dono da maioria das ações passa a conduzir a propriedade do detentor dos meios de produção, ao capitalista industrial já não é permitida a intervenção soberana no andamento da produção, seus lucros são um simples ‘título’ de mais-valia. Ao mesmo tempo, o dono da maioria das ações passa ao domínio irrestrito sobre os demais sócios minoritários. Através da sociedade por ações, os capitalistas, industriais e monetários, constituem uma sociedade em que o controle da sua direção é restrito a minoria majoritária (Ibid., p. 131).

Em síntese, para que os investimentos produtivos sejam realizados pelo banco e os títulos de renda sejam oferecidos no mercado financeiro, a indústria, como propriedade individual do capitalista industrial, deve transformar-se numa sociedade por ações (Ibid., p. 143). O surgimento da Sociedade por Ações em lugar da indústria individual é uma forma de duplicação da propriedade. Antes, como proprietário dos meios de produção, o capitalista industrial tinha total controle, com a instituição de uma sociedade jurídica, os membros passam ter direito somente ao rendimento obtido pelos meios de produção. Dito de outro

modo, os indivíduos que figuram numa Sociedade por Ações não possuem qualquer direito sobre os meios de produção, mas um rendimento capitalizado sobre o lucro obtido com o trabalho mobilizado pela produção.

Ao tornar a indústria numa sociedade jurídica, mobiliza-se o capital antes imobilizado na produção através da emissão dos títulos capitalizados. Deste modo, na produção global do capital em geral todo o capital se encontra mobilizado, pois “o banco tem à sua disposição todo o dinheiro da sociedade” (Ibid., p. 132).

Com a possibilidade de tornar todo o capital mobilizável, os limites colocados ao aumento da composição orgânica frente à queda tendencial da taxa de lucro são contornados.

A mobilização consiste na possibilidade que têm os capitalistas de, a todo momento, poder tirar seu capital investido na forma de dinheiro e transferi-lo para outras esferas. Quanto mais elevada for a composição orgânica do capital, menor será chance de ser consumada essa transferência por meio de variações efetivas de investimento no capital produtivo. (HILFERDING, 1985, p. 143)

É no sentido de tornar todo o capital mobilizado que se define, a partir de Hilferding, a tendência à dominância financeira sobre a produção capitalista e a gestão da valorização e acumulação da riqueza (BRAGA, 2004). Corresponde mobilizar o capital da sociedade em serviço da classe capitalista (HILFERDING, 1985, p. 143), através da capitalização do lucro e com a oferta de títulos de renda na bolsa de valores, criando um universo de novas mercadorias, mercadorias essas *sui generis*.

A mobilização do capital transforma, em proporções crescentes, a propriedade capitalista em títulos de rendimentos e, com isso, torna o processo de produção capitalista, em volume crescente, independente do movimento da propriedade capitalista. (Ibid., p. 144)

1.3.4 Autovalorização do valor e dominância financeira

Em sua busca pela valorização, o capital progressivamente se afasta da origem do valor, o trabalho assalariado, para finalmente alcançar-se o movimento de auto-reprodução e o da pura propriedade. As categorias mais ricas da forma valor apresentarem o traço comum da pura propriedade do capital, as formas mais concretas de fetiche. O capital fictício, fruto do capital em sua forma mais desenvolvida, busca obter sua valorização baseando-se no direito de propriedade e na aposta de ganhos futuros, a capitalização

Ao emitir-se um título em que a sua remuneração consiste em um juro sobre o rendimento futuro com base na taxa de juros corrente, viabiliza-se o processo de autovalorização do valor, que se apresenta no rendimento do juro (composto), fruto do desenvolvimento da própria forma valor.

A relação estabelecida entre o prestamista e o mutuário da mercadoria capital é mediada pelo contrato, o lastro é oferecido pela forma jurídica do direito de propriedade, garantido pelo Estado, portanto, o credor tem assegurado o recebimento do juro por lei. A mercadoria capital, conforme Marx mesmo define, é uma mercadoria *sui generis*, pois seu preço é expressão irracional do capital. O conteúdo da irracionalidade se manifesta na fetichização do capital que reflete a aparência que o capital tem de valorizar a si mesmo. Ela representa um momento no qual o capital caminha para a realização de seu projeto de se afastar de sua substância original do valor, o trabalho assalariado.

A propriedade capitalista aparece em forma pura como título de rendimento no qual se transformou inadvertidamente a relação de exploração, apropriação do mais-trabalho. A propriedade deixa de expressar qualquer reação de determinada produção e se converte num título de rendimento totalmente independente de qualquer atividade. (Ibid., p. 151)

1.3.5 As transformações na dinâmica histórica do capital financeiro

Em *O Capital Financeiro* de Hilferding, o desenvolvimento do crédito trouxe consigo o fomento da concentração bancária e industrial, os quais diante das oportunidades de ganhos obtidos com a concentração e centralização, formaram os monopólios. O capital financeiro, como desenvolvido pelo autor, é forma combinada do capital que, conforme as leis do valor, sua necessidade relativa, tendências e contra tendências, produziu uma nova combinação, fruto da tendência à concentração do crédito e da produção.

O capital financeiro tal qual descrito por Hilferding se refere ao desenvolvimento do capital financeiro sob determinadas condições, nas quais se manifestam a busca por ganhos através do investimento produtivo, possibilitado pela formação das sociedades por ações, as quais oferecem aos detentores dos grandes detentores de capital, rendimentos acima da taxa de juros corrente.

A trajetória em que o capital bancário e o capital industrial são reunidas entorno do desenvolvimento dos monopólios, em que a expansão da mobilização do capital é decorrente desse movimento, corresponde a descrição do capital financeiro tal qual observada em países parcialmente atrasados na Europa, como na Alemanha, recém unificada, e nos Estados Unidos, na virada do século XIX para o XX.

A tese de Hilferding se passa em um contexto no qual o desenvolvimento do capital financeiro diante do lucro do fundador¹², das possibilidades de ganhos acima da taxa de juro corrente. A oportunidade de obtenção de rendimentos maiores do que aqueles obtidos através da taxa de juros modificaram o comportamento do capital bancário e industrial (TAVARES, 1976, p. 236).

O que se observou com o desenvolvimento do capital financeiro não foi necessariamente a expansão de sua versão monopolista. A tendência dominante desta forma desdobrada de capital é antes a mobilização do capital social, a transformação do capital disponível na sociedade em sua forma fictícia. Esse núcleo dominante do capital financeiro demanda o desenvolvimento do crédito e dos bancos, para, então, o estabelecimento do

¹² Um lucro de caráter especial não extraído do setor Industrial, mas 'gerado' na órbita do Capital Financeiro. Desta forma o Capital Monetário transformado em Financeiro além de participar no lucro gerado pelo setor produtivo é capaz de gerar um lucro extra pela negociação das 'ações' em Bolsa. (BRAGA, 1972, p.12, apud, BRAGA, 2004, p. 15.)

sistema financeiro e da bolsa de valores, institucionalidade fundamental para as trocas das mercadorias *sui generis*, do capital em sua forma fictícia, ou seja, títulos e ações.

Dentre as diferenças existentes já apontadas entre capitalistas monetários e industriais, consta que ambos dispõem do capital monetário de formas completamente distintas. O capitalista industrial, que inicialmente se utiliza do capital monetário para aumento da lucratividade extraída da produção, e o capitalista monetário, que adianta seu capital em busca dos juros obtidos com os rendimentos de seu investimento e ou ações. Todavia, o capital industrial, ele também, pode ser dirigido para investimentos que ofereçam a cobertura dos prazos e ou ampliem a capacidade de rendimentos distribuída entre os acionistas. O capital industrial é também capital monetário e por sua mobilidade pode ser direcionado para fora da produção em direção a outras formas de rendimentos.

Em todos os casos, pode ser conveniente absorver recursos para reconverter a composição e os prazos da dívida já existente e modificar a estrutura das aplicações, sem que isso dê lugar à ampliação da capacidade produtiva. (...) Nessas circunstâncias, se aceleraria o processo de acumulação de ativos financeiros sem contrapartida numa expansão equivalente dos ativos reais (TAVARES, 1976, p. 235-236).

Com a expansão do capital financeiro, o capitalista industrial foi liberado da sua função junto à produção ao tornar-se um simples capitalista monetário¹³. Essa mudança impactou o modo como o capital industrial passou a incorporar feições rentistas e foi elemento fundamental para a apresentação de desenvolvimentos históricos distintos ao descrito por Hilferding em seu trabalho (BRAGA, 2004, p. 24; TAVARES, 1976, p. 235).

Deste modo, Hilferding descreveu o capital financeiro em sua faceta produtiva, àquela que correspondeu a fusão do capital bancário ao industrial para alocar rapidamente o capital ocioso e reduzir o tempo de circulação do capital produtivo, ou seja, determinada manifestação histórica e produtiva do capital financeiro (ROCHA, 2013, p. 176) tal qual ocorria na Alemanha em meados do século XIX para o XX.

¹³ A mobilização do capital e a expansão cada vez mais acentuada do crédito, altera, paulatinamente e por completo, a posição dos capitalistas monetários. O poder dos bancos cresce, eles se tornam fundadores e, finalmente, os soberanos da indústria [graças a emissão do capital fictício], cujo lucro usurpam como capital financeiro, exatamente como o usurário se apoderava, outrora, com seu "juro", do rendimento do trabalho dos camponeses e da renda do senhor da terra. (HILFERDING, 1985, p. 219).

De acordo com Maria da Conceição Tavares (1976), em condições em que a taxa de juros corrente representa ganhos maiores do que aqueles possibilitados pelos grandes investimentos bancários no setor industrial, a combinação de ambos em direção a formação de monopólios diverge, reconduzindo o elemento da contradição sobre a nova forma combinada de capital.

Parte da análise feita por Hilferding em seu *Capital Financeiro*, segue tendo interesse, sobretudo, no que se refere às funções do capital financeiro: permitir o descongelamento do capital industrial, sua mobilização e transferência intersetorial mediante uma fusão de interesses de todas as esferas de acumulação industrial, comercial e financeira, sob a égide desta última (TAVARES, 1976, p. 239).

Este é o fator central para a compreensão da ciranda financeira que se instalou no Brasil após as Reformas de 1964 e 1965, assim como para a trajetória do rentismo no país.

1.3.6 A dominância financeira

Frente às novas dinâmicas apresentadas na economia com a expansão da mobilidade do capital e dos novos ganhos proporcionados pela negociação de ativos financeiros, coube a teoria econômica buscar compreender a dominância financeira sobre as demais formas de valorização da riqueza (BRAGA, 2004, p. 59).

O funcionamento dinâmico de uma economia em que predomina o capital em sua forma móvel teve amplo desenvolvimento em Keynes, segundo o qual, o dinheiro é a forma buscada pelos detentores de riqueza para preservar e acumular riqueza frente à incerteza, traço fundamental que caracteriza a econômica capitalista. Entretanto, para que esse capital seja investido em funções que produzam nova riqueza, ou seja, o investimento produtivo, os rendimentos devem ser consideravelmente mais atraentes do que a manutenção da riqueza em sua forma líquida.

Em uma economia monetária da produção, a finalidade última dos detentores de riqueza diz respeito à valorização e acumulação de riqueza sob a sua forma mais geral. A cada nova conjuntura econômica, é feita a avaliação sobre a pertinência ou não da produção de

novos ativos: se os custos envolvidos na produção são menores dos que os preços praticados no mercado sua produção torna-se viável, caso contrário, não. A cada investimento produtivo um novo capital é criado pela economia.

Quanto maior for a incerteza compartilhada pelos agentes, maior a fração da riqueza alocada em ativos líquidos. Ao mesmo tempo, maior a tendência dos agentes em valorizar riqueza velha, ou seja, ampliarem suas atividades na circulação financeira, ao invés de lançarem recursos na criação de renda e emprego, ou seja, na indústria, entendida em seu amplo espectro.

O reconhecimento de que reter moeda é uma alternativa em relação à detenção de outros ativos é a base da teoria monetária keynesiana (GARLIPP, 2008). Isso incorre em dizer que a moeda não é neutra, mesmo no longo prazo, pois o valor dos investimentos, produções, preços relativos, taxas de juros, etc. se refletem no valor representado pelo dinheiro¹⁴.

Keynes's key to developing this new concept was the long-period non-neutrality of Money; that is, the possibility of showing the conditions under which Money can become an asset, a form of wealth to be retained by individual agents in place of other assets, affecting thereby the rhythm of capital accumulation oh whole economy. (CARVALHO, 1992, p. 50)

Logo, o aumento ou a diminuição da demanda de moeda afeta diretamente a quantidade de investimento produtivo e atividade na economia, assim como o emprego, ou seja, afeta diretamente o grau da demanda efetiva de uma economia. Por sua vez, desta perspectiva, o Estado deve atuar como um indutor de regularidade do ciclo de negócios, especialmente para evitar oscilações bruscas nas expectativas dos agentes¹⁵, seja através dos instrumentos fiscais e ou monetários¹⁶. Para tanto, a política monetária para Keynes (1936) se

¹⁴ Como apresentado por Fernando Cardim de Carvalho em *Mr. Keynes and the Post Keynesians*, são três os conceitos centrais na teoria keynesiana: o primeiro e central é o da não neutralidade da moeda seja no curto ou no longo prazo, como acima mencionado, cuja característica afeta as motivações e decisões econômicas. O segundo é o da não ergodicidade econômica, ou seja, de que não há um padrão que possa vir a ser apreendido pelos agentes e tão pouco de que a partir das ocorrências passadas seja possível estabelecer equilíbrio econômico. O terceiro conceito é o da incerteza, como decorrência de uma realidade econômica não ergódica na qual a produção demanda tempo, a incerteza é traço próprio da economia capitalista, a qual cria meios para lidar com a incerteza tais como contratos monetários a prazo.

¹⁵ Para mais: LIBÂNIO, Gilberto de Assis. Credibilidade e política monetária: uma crítica baseada em Keynes. *Leituras de Economia Política*, Campinas, nº 9, p. 11, dez. 2001.

¹⁶ Para mais: CARVALHO, Fernando Cardim de. Temas de política monetária keynesiana. *Ensaio FEE*, Porto Alegre, vol. 15, nº 1. 1994.

fundamenta em garantir condições para incentivar a geração de investimentos industriais e emprego¹⁷.

Deste modo, a compreensão do desenvolvimento do capitalismo financeiro em direção às múltiplas formas de acumulação de riqueza passou a exigir da abordagem lógico histórica uma compreensão da sua nova dinâmica. Ela assim o faz com a incorporação de novas perspectivas de análise, capazes de enriquecer seu método, frente às reconfigurações de seu objeto: a dinâmica econômica sob a dominância das finanças.

A pesquisa e o desenvolvimento teórico sobre o modo como capitalismo promove a sua valorização e a acumulação sob a dominância das finanças possuem ao menos duas correntes de interpretação que partem de arcabouços distintos na elaboração de suas contribuições.

Michel Aglietta (1976) e François Chesnais (1996) são os principais nomes da Escola da Regulamentação francesa, cujos autores defendem que as crises financeiras observadas a partir da década de 1960 são resultado de um descompasso existente entre lógicas distintas que operam dentro do capital produtivo e financeiro. Para a escola da regulamentação, a manutenção das atribuições produtivas do capitalismo depende de quão bem-sucedido é controle dos interesses rentistas, de responsabilidade das regulamentações financeiras. Caso os interesses rentistas encontrem espaço para seus negócios, a economia produtiva é capturada pela dominância financeira que impõe a sua lógica sobre a produção causando as séries de crises atravessadas pelo capitalismo pós-Bretton Woods.

A compreensão de que a crise é uma expressão da financeirização abdica da formulação de que a crise se origina da contradição constitutiva da forma valor e avaliza a regulamentação financeira como forma de solucionar, ou ao menos mitigar, os avanços dos ganhos meramente financeiros. A forma financeira encaminhada pelo capital é, senão, a forma mais autonomizada da proposta de auto-valorização do sujeito alienado. Asfixiar a finança como se houvesse uma parte saudável no modo de produção capitalista, a economia produtiva, distancia-se da lógica proposta pela teoria do valor.

A escola da regulamentação busca aplicar uma interpretação econômico - sociológica às transformações históricas ocorridas ao longo das décadas do capitalismo através do binômio proposto por regime de acumulação e de modo de regulação, através da

¹⁷ A arte da política monetária sugerida por Keynes e pelos pós-keynesianos, que visa ao aumento do produto ou, equivalentemente, à redução do desemprego, é conseguir transformar moeda-ativo em moeda meio de troca. Em outras palavras, a arte é induzir a viagem de moeda da circulação financeira para a circulação industrial. (SICSÚ, 2002, p. 92)

caracterização de regularidades e procedimentos (SALVIATTI, 2013, p. 70) presentes ao longo do desenvolvimento capitalista desde o período pós-guerra.

A outra linha de interpretação que trabalha o modo como a dominância financeira promove a organização de seus processos de gestão e valorização (BRAGA, 1993a) da riqueza é estabelecida por Carlos Braga (1985) a partir da sua tese apresentada em *Temporalidade da Riqueza: teoria da dinâmica e financeirização do capitalismo*. A tese formulada por Carlos Braga sobre dominância financeira propõe uma síntese teórica na qual a forma desdobrada do capital financeiro proposta por Hilferding é articulada a interpretação pós-keynesiana e da Escola de Campinas, oferecendo através do seu trabalho uma integração lógico-histórica que permite a compreensão das dinâmicas nacionais e regionais perante ao modo de ser capitalista sob dominância financeira (BRAGA, 2004, p.14). Não há uma ruptura no modo de produção do capitalismo com a dominância financeira, antes, ela é expressão das tendências e contra tendências da própria forma do valor, tal qual apresentadas anteriormente.

Essa linha de interpretação permite compreender a dominância da finança como manifestação das determinações do capitalismo, ou seja, o aumento dos ganhos com tesouraria do setor produtivo é parte da contradição da forma valor, não um desvio externo promovido pela camada financeira.

O capitalismo sob dominância financeira é a forma como ocorrem a valorização da riqueza financeira em torno da macroestrutura financeira. O sistema financeiro como *locus* para a valorização e acumulação da riqueza e não como meio para impulsionar a produção capitalista é condizente com a lógica interna de valorização da economia capitalista.

A manifestação do capitalismo financeiro no Brasil descreve trajetória das finanças não industrializantes (BRAGA, 2004), na qual a associação do capital bancário aos grandes detentores de capital não promoveu a expansão da industrialização, mas os ganhos rentistas sobre títulos de dívida pública, tal como apontado por Maria da Conceição Tavares em *‘Da Substituição de Importação ao Capitalismo Financeiro’* (1976). A teoria proposta por Braga preserva a contradição do valor em sua formulação sobre o desenvolvimento do rentismo, essencial para a análise da dinâmica econômica brasileira.

Portanto, a teoria da dominância da lógica financeira sobre a reprodução da economia ou, simplesmente, financeirização, sustenta que a dinâmica do capitalismo contemporâneo passou a ser ditada pelas finanças. Destarte, a instabilidade do sistema é reconduzida de modo ampliado com a expansão dos mercados financeiros e sua forma mobilizada de capital dominante.

O modo de ser do capitalismo dominado pela lógica de valorização financeira condiciona os modos de *definição, gestão e realização de riqueza* (BRAGA, 1998, p. 239) no capitalismo em direção aos ganhos financeiros. Em outras palavras, a valorização do capital se dá em permanente contexto de liquidez ou mobilidade, em suas formas monetárias, creditícias e patrimoniais. É o domínio do capital mobilizável em detrimento do capital imobilizável, no qual a reprodução da economia capitalista utiliza a macroestrutura financeira como espaço de valorização e acumulação da massa de riqueza mobiliária.

A dominância da lógica financeira define os meios pelos quais as negociações são registradas nas diferentes estruturas temporais de valorização: moeda, crédito e patrimônio. A gestão do capital sob a lógica das finanças organiza a estratégia e os investimentos dos detentores de capital através da macroestrutura financeira por eles compartilhada para a realização das trocas, ou seja, cria o *locus* onde as operações se realizam entre os agentes em diferentes praças financeiras simultaneamente, graças à globalização dos mercados financeiros. Por fim, mas não menos importante, a forma através da qual o capitalismo manifesta seu modo de valorização financeira se dá através do dinheiro e de ativos mobilizáveis (Ibid.).

É nesse sentido que se define o rentismo como modo generalizado de valorização de capital estritamente ligado aos rendimentos obtidos através de títulos de propriedade (PAULANI, 2011). O capitalismo financeiro é assim descrito como forma difundida de apropriação do excedente produzido através de rendimentos patrimoniais.

Desse modo, é possível que não se altere o volume do excedente produzido, mas apenas a forma como esse excedente é apropriado, ou seja, a maneira como se distribuem as rendas de propriedade entre os donos dos ativos. É nesse sentido que se pode entender a acumulação financeira como um processo de criação de capital “fictício”, que repousa no desenvolvimento de relações jurídicas de propriedade que permitem a separação de funções entre empresários e capitalistas (TAVARES, 1976, p. 234- 235).

O desenvolvimento ampliado das formas de acumulação de capital em suas expressões mais fetichizadas desdobram sobre si grande contradição, traduzem-se na incerteza frequentemente e em crises econômicas. Com a ampliação das finanças, o desenvolvimento de novos produtos e instrumentos financeiros se estabelece uma macroestrutura financeira em que os grandes capitalistas negociam através da agilidade conferida pelos mercados secundários a valorização e acumulação da riqueza e a gestão da liquidez global. A

instabilidade é reconduzida ao centro da dinâmica econômica com expansão das finanças pela natureza das transações e das mercadorias negociadas, nas quais rendimentos e capitalizações passam a ser combinados e comercializados em alta velocidade em simultâneos mercados, de modo correspondente à flexibilização temporal conferida pela forma financeirizada do capitalismo.

A dominância financeira se estende não apenas à intermediação dos investimentos produtivos, mas passa também à condução da indústria afetando o planejamento e a execução da produção dentro de uma dinâmica instável trazida das finanças, possibilitando que a instabilidade financeira possa reverter o processo de investimentos produtivos. (BRAGA, 2004, p. 27).

1.4 O capitalismo financeiro no brasil

O capitalismo financeiro brasileiro, seu funcionamento e modo de organização remontam as reformas que buscaram desenvolver a institucionalidade creditícia e financeira do país, intimamente ligadas às características do desenvolvimento industrial brasileiro, ou seja, da dinâmica interna dos grandes detentores de capital nacional e sua inserção junto ao mercado internacional.

Assim, a manifestação do capital financeiro como articulador de monopólios, por meio da combinação do capital bancário com o industrial, no Brasil apresentou outra versão. No Brasil, o desenvolvimento do capitalismo financeiro traduziu-se na expansão rentista do capital bancário e dos grandes detentores de capital, um capitalismo de finanças não industrializantes (BRAGA, 1992a), cujo qual não se atrelou a expansão do mercado acionário e/ ou a expansão privada de crédito, mas a especulação junto ao mercado aberto de títulos públicos (BRAGA, 2004, p. 80). O desenvolvimento do capitalismo financeiro do país esteve ligado à ampliação do rentismo e do comportamento especulativo dos detentores de riqueza.

A configuração do capitalismo financeiro no brasil pode ser caracterizada pela procura por papéis de grande liquidez e rentabilidade, avesso ao risco, negociadas no mercado dentro de um circuito de ganhos especulativos, a ciranda financeira. As quase moedas emitidas pelo Estado, ou seja, os títulos públicos brasileiros, são fonte de altos rendimentos e sofrem comportamento especulativo dos grandes detentores de capital nacional. Títulos de

curto prazo, negociados no mercado e atrelados a altas taxas básicas de juros reais, constituíram o núcleo duro do capitalismo financeiro brasileiro.

O capitalismo financeiro ofereceu uma forma de obtenção generalizada de renda aos capitalistas, mas não necessariamente através da formação de monopólios produtivos. O rentismo passou a ser forma dominante de apropriação do excedente, não de produção do mesmo¹⁸. O capital financeiro não representa, pois, o resultado da produção e acumulação do excedente econômico e sim da geração de “acumulação” de direitos de propriedade (TAVARES, 1976, p. 234).

O circuito especulativo, decorrente do modo como foi constituído a união das formas de capital e das pré-condições brasileiras, concorreu para enfraquecer o reinvestimento produtivo e potencializar o rentismo (ROCHA, 2013, p. 174).

As reformas introduzidas no país entre os anos de 1964 e 1965 tinham o objetivo de estimular o sistema creditício do país em direção a sua diversificação e a ampliação de prazos ao setor produtivo. Por maior o esforço e incentivo que tenha partido das reformas de 1964 e 1965, para o aumento e diferenciação das instituições de crédito, o processo de concentração e centralização bancária no Brasil foi fortemente estimulado especialmente nos anos nos quais Delfim Neto esteve à frente da Seplan, entre 1967 e 1973.

Sua proposta buscou estimular o capitalismo financeiro em sua faceta produtiva e promover a integração entre o setor bancário e o industrial visando consolidar um segmento de grandes empresas privadas nacionais como parte da estratégia do período de crescimento acelerado da indústria. (MACARINI, 2007, p. 343). Contudo, o incentivo do governo não produziu empresas conglomeradas nacionais, mas serviu à formação de inúmeras fusões de grupos financeiros no período. A busca por um padrão de financiamento financeiro que promovesse a formação de monopólios, promoveu uma institucionalidade que se voltou contra a sua finalidade. Contudo, o projeto foi abandonado em 1974, com a administração Geisel, que buscou dar outra condução à economia, inclusive com a condução de Henrique Simonsen à Seplan (MACARINI, 2007, p. 368; SIMONSEN, 1995).

Houve desenvolvimento de acumulação financeira, mas não de investimentos produtivos. Macarini (2007) defende que o papel rentista observado nos bancos esteve fortemente ligado a política deliberada de conglomeração e concentração bancária promovida

¹⁸ Um processo de acumulação financeira significa, basicamente, a capitalização de rendas obtidas a partir de títulos financeiros que constituem “capital” apenas no sentido genérico de um direito de propriedade sobre uma renda. A realização dessa renda não repousa, diretamente, no processo de produção, mas em um direito de participação no excedente gerado por uma empresa ou pela economia em seu conjunto. (TAVARES, 1976. P. 234)

por Delfim neto, entre os anos de 1967 e 1973¹⁹. Sua especial motivação encontrava-se na mesma institucionalidade que buscava fomentar a formação do sistema financeiro e da liquidez nacional, a indexação dos títulos públicos com mecanismo de recompra.

Mesmo com o incentivo aberto da gestão Delfim Neto nos anos 1967 e 1973, não houve estabelecimento de investimento produtivo de longo prazo pelo sistema financeiro de crédito nacional. Em outras palavras, o mesmo aparato que buscou promover a conglomeração do sistema financeiro, da conglomeração dos bancos e indústrias, promovia as condições para a formação de um circuito especulativo sobre os mecanismos instituídos de controle da inflação e de liquidez baseados na emissão de títulos de curto prazo e rentabilidade garantida sobre as perdas inflacionárias e altas taxas de juros reais.

Por que o desinteresse dos bancos comerciais, frustrando as expectativas dos formuladores do projeto (...) Vicejavam amplamente oportunidades sumamente atrativas de lucratividade envolvendo operações de natureza meramente “cartorial” ou mesmo abertamente especulativa. Durante o ciclo expansivo (e no restante da década), tal foi o caso das operações de intermediação de recursos externos através da Resolução 63, as quais exibiram um forte crescimento ao mesmo tempo em que a política econômica procurou eliminar quaisquer riscos para a instituição intermediária. E com a aceleração inflacionária pós-1973 entrou-se num ciclo prolongado de rentáveis operações de curtíssimo prazo, na intermediação de “dinheiro financeiro”, evoluindo para um estado de paroxismo na década de 1980. (MACARINI, 2007, p. 367 -368)

Tavares descreveu as implicações da evolução do processo de acumulação financeiro divergente com a sustentação dinâmica da economia no Brasil pós reformas de 1964 e 1965. A manutenção de elevadas taxas de juros reais associada a institucionalidade criada para fomentar o financiamento produtivo de longo prazo e suas posteriores alterações, incentivaram à preferência pela acumulação financeira dentro das próprias empresas implicando em modificações no custo de oportunidade em favor dos investimentos e reinvestimentos financeiros de caráter especulativo.

Por outro lado, mesmo a posição diferenciada em relação aos demais países da periferia, refletido no suporte de mecanismos institucionais criados ao longo da industrialização (ROCHA, 2013, p. 5.), associado à institucionalidade financeira, não houve ampla modificação na inserção dos grandes detentores de capital nacional e internacional fora

¹⁹ É fora de dúvida que um notável processo de concentração na área bancária e sua expansão para outras faixas de atividade ocorreu, transfigurando substancialmente a fisionomia do sistema financeiro. Esse processo, certamente desatado pela dinâmica da acumulação financeira, foi determinado em medida não desprezível pela mudança de orientação da política econômica para o setor a partir de 1967. (MACARINI, 2007)

dos ramos tradicionais de investimentos no país. Assim como não houve modificação na participação do financiamento público no setor produtivo, fundos públicos e sindicais, os quais continuam fornecendo grande parte dos investimentos que promovem os grandes grupos econômicos do país²⁰. Os grandes capitais do país mantem-se associado ao uso intensivo de mão de obra e a setores com baixa concentração tecnológica, setores extrativistas e de serviços.

A expansão do capitalismo financeiro observado na periferia e semiperiferia busca seu desenvolvimento em conformidade ao encadeamento produtivo do qual inicialmente já pertenciam, aprofundando a heterogeneidade regional e interna aos setores produtivos. O volume do capital centralizado, aquém daquele mobilizado nos países desenvolvidos, restringe a capacidade de investimentos, concentrando-os nos setores em que já existe determinado grau de desenvolvimento e mercado constituído, assim como em investimentos não relacionados aos processos de alta tecnologia. O capitalismo financeiro se desloca ao investimento em commodities exportáveis e na exploração de recursos naturais.

De modo simultâneo, o investimento privado estrangeiro²¹ no mercado nacional continua em direção ao aprofundamento do encadeamento do qual o país já participa na cadeia de fornecimento global. Com o aumento dos preços das commodities no mercado internacional essa tendência não sofreu reversão, pelo contrário, aprofundou os investimentos no setor.

Em suma, o caráter rentista e o alinhamento dos investimentos dos grandes detentores de capital em atividade no país ligados às cadeias de valor internacionais com suprimentos de baixo valor agregado, denotam o caráter não industrializante das finanças nacionais. O capitalismo financeiro no Brasil assumiu, desde a sua origem, um caráter fundamentalmente rentista. Ao longo das últimas décadas não houve caráter industrializante nos investimentos propostos pelos grandes detentores de capital do país:

²⁰ Dificilmente os grupos econômicos brasileiros conseguiriam prosseguir em suas estratégias de crescimento sem contar com estas formas de capitalização através dos fundos públicos e sindicais, e em alguns casos com a participação ainda do capital estrangeiro (Ibid., p. 174)

²¹ Nos setores em que o capital estrangeiro se fez presente predominou as formas associativas entre capital estrangeiro e nacional, como no caso dos setores de energia, mineração e defesa. A atuação do capital estrangeiro, aliás, demonstrou 3 tendências bem características: associação com grupos locais [ambev, cosan, TAM, e boa parte da indústria naval]; a formação de joint ventures para a exploração de terceiros mercados [ex: Embraer]; a participação do capital estrangeiro no processo de oligopolização de alguns setores intensivos de tecnologia como telecomunicações e recentemente biotecnologia. (Ibid., p. 174)

Assim, aquela articulação entre capital financeiro e industrial que permitiria algo semelhante a um processo integrado de acumulação no pólo “capitalístico” da economia não parece estar ainda em vias de realização no Brasil. (TAVARES, 1976, p. 252)

Nesse sentido, o caráter fundamental do capitalismo financeiro em expansão acelerada no Brasil adquire, de partida, uma funcionalidade distinta do velho “capital financeiro” alemão ou do vertiginoso crescimento da acumulação financeira americana do começo do século, embora guarde com este certa semelhança pelo seu caráter especulativo. Muito maior é ainda a diferença em relação ao “modelo” japonês de pós-guerra, tanto no que se refere à estrutura e direção do crescimento, como ao caráter autônomo de acumulação e centralização do capital e, finalmente, ao papel hegemônico de uma burguesia e um Estado nacionais. (TAVARES, 1976, p. 255)

Assim, a constituição do capitalismo financeiro no Brasil se deu de forma singular, sob ampla dominância financeira, sendo a ciranda financeira, a um só tempo, a sua expressão mais aparente e seu núcleo dinâmico fundamental. Por sua vez, a dinâmica rentista brasileira obtém lastro às operações fictícias conjugando o processo de valorização e acumulação de capital atrelada ao endividamento público. Recuperando mais uma vez Marx, o controle do Estado através do sistema da dívida pública (2007, p.73) se expressa concretamente por meio da busca crescente do controle fiscal público como modo de garantir a valorização e acumulação de riqueza dos grandes detentores de capital.

Deste modo, é traço marcante do processo de expansão do sistema financeiro brasileiro e de outras economias²², que não cabe ao escopo dessa tese tratar, a procura pelo controle e limitação dos mecanismos fiscais do Estado como forma de assegurar não só a remuneração como a ampliação dos ganhos financeiros dos detentores de dívida pública em detrimento de investimentos dirigidos ao desenvolvimento socioeconômico, como analisaremos no último capítulo dessa tese.

Em síntese, a organização rentista observada sobre a institucionalidade financeira nacional e junto ao comportamento dos detentores de riqueza em atividade no país, tema trabalhado nessa tese, diz respeito ao funcionamento contraditório da lógica reprodução capitalista. A especificidade material apresentada, por sua vez, exige a contribuição analítica do escopo teórico keynesiano. A economia monetária da produção, em que a moeda e o sistema financeiro desempenham papel fundamental para a decisão dos investimentos e alocação de riqueza, contribui para compreensão lógico histórica do funcionamento do

²²

Para mais: STREECK, Wolfgang. 2018. BRUNO, Miguel; CAFFE, Ricardo, 2017.

rentismo no caso brasileiro, no qual o conceito de ciranda financeira representa seu funcionamento especulativo em sua condição contraditória atrelado à renda fixa.

Capítulo 2. Gênese da ciranda financeira no Brasil

A ausência de linhas de financiamento privado nacional capazes de garantir a formação de novos setores industriais era um problema inadiável para a continuidade do projeto de desenvolvimento brasileiro, como ficou demonstrado entre os anos de 1956 e 1961, durante o governo JK (COUTINHO, BELLUZZO, 1982). Em 1964, para garantir a continuidade do crescimento econômico e da expansão industrial, era necessário criar meios de desenvolver e ampliar a estrutura do sistema financeiro e creditício privado do País sem abrir mão do controle inflacionário.

As reformas monetária, creditícia e financeira implementadas no período de 1964-65 buscaram, desta forma, viabilizar condições de financiamento do investimento no Brasil, acompanhadas de políticas de fomento à entrada de capital externo²³.

2.1 As reformas Monetária, Creditícia e Financeira de 1964-65

Um conjunto de reformas e incentivos econômicos foram instituídos para fomentar a estrutura creditícia interna do País. A reforma geral do sistema monetário e creditício de 1964 e a reforma do sistema financeiro de 1965 trouxeram a elaboração de nova institucionalidade e o incentivo à abertura de novas instituições de crédito voltadas para o fornecimento de linhas investimento e empréstimos especializados.

Para viabilizar as instituições de crédito e o financiamento doméstico em meio a um contexto de inflação persistente, teve destacado papel a emissão de títulos públicos com indexação monetária instituídos: i) pela Lei 4.357, de julho de 1964, que criou as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional, doravante ORTNs, e ii) pelo Decreto-Lei 1.079, de janeiro de 1970, que criou as Letras do Tesouro Nacional, doravante LTNs.

Por atuação direta do governo, a captação externa foi sistematicamente estimulada e favorecida pela manutenção do diferencial entre as taxas de juros nacionais e internacionais,

²³ A entrada de capital estrangeiro no país foi estimulada fundamentalmente pelo seguinte conjunto de instruções: a lei 4.131, a instrução 289 e resoluções como, destacadamente, a de número 63, as quais determinavam o registro junto ao Banco Central, a definição dos agentes contratantes e da regulamentação dos prazos de empréstimos em moeda estrangeira ingressados no país, respectivamente.

política de juros que tornava o custo do dinheiro emprestado fora do país frequentemente inferior aos custos obtidos através de linhas oferecidas no mercado nacional.

A emissão de títulos com garantia de remuneração através de elevadas taxas de juros reais aos credores, garantidas através de correção monetária, associada à política de incentivo à entrada de capital estrangeiro, buscou simultaneamente estimular o mercado financeiro doméstico através da possibilidade de indexação contratual ao indexador da correção monetária e promover o financiamento do déficit público. Através da emissão de títulos públicos com indexação monetária, viabilizou-se o financiamento não monetário do Governo, via poupança financeira, graças ao mercado de dívida pública, o *open market*, instituído pela Lei 4.728, de julho de 1965.

Ao indexar os títulos públicos à variação dos preços, somada à manutenção de elevadas taxas de juros reais, a Autoridade Monetária garantia aos detentores dos títulos o recebimento de juros reais elevados – i.e. protegidos de perdas inflacionárias. Na prática, a medida passou a oferecer ao sistema financeiro brasileiro um ativo de alta liquidez com elevada rentabilidade, tornando os títulos de dívida brasileiros um ativo altamente atraente.

A indexação é uma institucionalidade que permite atrelar a revisão periódica de preços à variação de determinados índices (SIMONSEN, 1976, p. 131). Com a institucionalização da indexação através da correção monetária, baseada no índice geral de preços (IGP) calculado pela FGV, os contratos financeiros puderam ser formalmente indexados. Na prática, criou-se uma moeda indexada de referência contratual. A ORTN funcionava como moeda de referência para indexação dos contratos financeiros, e ainda como título público emitido pelo Tesouro.

Com o binômio correção monetária e taxas de juros reais elevadas foi restaurado o papel da dívida pública no circuito financeiro, o que tornou possível a utilização do *open market* como canal de ativos da política monetária para influenciar o ajuste de liquidez monetário.

Mesmo com o dispositivo da correção monetária lastreando os títulos de dívida pública, então, emitidos pelo governo, papéis com vencimentos superiores a um ano não tiveram procura. A aceitação das ORTN pelo mercado se deu apenas após pressão pela redução dos prazos de vencimento dos títulos, além da prefixação da correção monetária, diferentemente da condução planejada inicialmente pelo governo. A dificuldade do governo em ampliar os prazos contratuais não se restringiu ao vencimento

das ORTNs e LTNs. A maior parte das resoluções fixadas pelo governo para vencimento de contratos de empréstimo estrangeiro alcançaram período máximo de 24 meses.

Por sua vez, a captação direta de crédito externo, via Lei 4.131 (Lei geral sobre o capital estrangeiro, regulamentada em 17 de fevereiro de 1965²⁴), passou a representar uma alternativa de financiamento atraente ao mercado interno no que diz respeito a prazos e custos. Todavia, o mercado de crédito doméstico, mesmo após seguidos incentivos, não foi capaz de oferecer prazos ampliados para tomada de crédito, tornando a captação via lei 4.131 uma atraente alternativa de obtenção de empréstimos de longo prazo (CRUZ, 1984; PEREIRA, 1974a, 1974 ou b).

A Lei 4.131 definia a norma para empréstimos concedidos por bancos, empresas e/ou tomadores diretos, fossem eles pessoas físicas ou jurídicas. Definia ainda o registro de entrada e saída, especificando a natureza da operação (empréstimo, investimento direto, remessa de lucros e rendimentos, inclusive royalties e reinvestimentos), além de alterações no valor monetário do capital das empresas. O registro dos empréstimos passou a ser feito junto ao Banco Central, BC, criado pela lei 4.595 em 31 de dezembro de 1964²⁵.

Através da redação da Instrução 289, de 14 de janeiro de 1965, passou-se à regulamentação dos candidatos à tomada de empréstimos estrangeiro para ampliação da capacidade de intermediação financeira das instituições domésticas. Permitiu-se a contratação direta de empréstimos do exterior, especificamente, para fins de fortalecimento do capital de giro (PEREIRA, 1974a, p. 61), por um número maior de agentes econômicos: bancos comerciais, bancos de investimentos (previamente autorizados a operar câmbio) e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico, BNDE.

Por fim, resoluções do BC, como as de número 63 e 64, de 21 e 23 de agosto de 1967, respectivamente, determinaram os prazos mínimos dos contratos²⁶ de empréstimo. As resoluções autorizavam o conjunto de bancos comerciais, de investimentos e o BNDE a obter diretamente empréstimos fora do país a serem repassados, em cruzeiros, ao mercado

²⁴ Lei 4.131 do capital estrangeiro foi publicada em 3 de setembro de 1962, mas sua regulamentação só ocorreu em 1965, através do decreto 55.762 de 17 fevereiro de 1965.

²⁵ Até a criação do Banco Central, em dezembro de 1964, a elaboração e coordenação das políticas monetária e bancária do país ficava a cargo da Sumoc, a Superintendência da Moeda e do Crédito, criada em fevereiro de 1945, e ao Banco do Brasil, ao qual cabia a execução das orientações. Por sua vez, ao Banco do Brasil, atuou entre os anos de 1945 e 1965, como banco do governo executando a gestão dos recursos financeiros, dos depósitos compulsórios, assim como no controle e execução das operações de comércio exterior, além de ser o principal responsável pelo fornecimento de crédito especializado aos setores da economia. A coordenação e o funcionamento do sistema bancário e da política monetária do país era responsabilidade da Sumoc e do Banco do Brasil. (PASSOS, 1973. p. 24).

²⁶ Empréstimos, amortizações e do principal.

doméstico do setor produtivo, para fins de financiamento de capital imobilizado e, preferencialmente, de capital de giro.

A moeda estrangeira, ao entrar no País, era registrada junto ao Banco Central²⁷ e, em seguida, convertido em cruzeiros, o que exigiu uma série de medidas para proteção dos tomadores de empréstimos nacionais, em decorrência de possíveis prejuízos causados por variações cambiais.

Nos anos seguintes, a Resolução 83, de janeiro de 1968, por exemplo, assegurava cobertura cambial dos saldos correspondentes a amortizações e juros sobre empréstimos externos obtidos através das Resoluções 63 e 64 (PEREIRA, 1974a, p. 24). Em agosto do mesmo ano, foi adotado o câmbio flexível, em que pequenas desvalorizações da taxa de câmbio eram feitas para mitigar possíveis prejuízos decorrentes de grandes desvalorizações (Ibid. p. 66).

Ainda sobre possíveis prejuízos aos tomadores de empréstimos decorrentes de variações cambiais, em 31 de julho de 1972, conforme Portaria 195, do Ministério da Fazenda, determinou-se que as empresas com empréstimos externos que viessem a registrar prejuízos com variações cambiais passassem a poder deduzi-las do lucro tributável apurado para fins imposto de renda, sendo lançados à conta de custo ou despesa operacional.

Em suma, através das reformas de 1964 e 1965, elaboradas por Roberto Campos e Otávio Gouveia de Bulhões, foram instituídas possibilidades de indexação cambial e monetária sobre empréstimos externos. Foram instituídos indexadores contratuais com correção cambial (Lei nº 4.131 e Resolução 63) e contratos indexados à correção monetária via variação das ORTNs.

A introdução do indexador buscava fomentar o estabelecimento de contratos de longo prazo, tal como ocorria nos países desenvolvidos. Entretanto, na prática, sua utilização concentrou-se em contratos de curto e médio prazos.

A proposta governamental previa que a entrada de moeda forte fosse utilizada para a importação de insumos e maquinários para a formação de capital, assim como para fortalecimento do capital de giro das empresas. Por seu turno, as instituições financeiras domésticas, anteriormente autorizadas a trabalharem com câmbio, passariam a intermediar os recursos tomados fora do País junto ao mercado nacional, suprimindo, deste modo, a demanda por crédito de médio e longo prazo das empresas brasileiras.

²⁷ Através da lei 4.595 a execução da política monetária, a coordenação e a regulação do sistema de crédito no país passaram a ficar a cargo do Banco Central e Conselho Monetário Nacional. Deste modo, ao BC coube a execução e controle da política monetária, que passou a ser elaborada pelo Conselho Monetário Nacional

A difusão da correção monetária entre aplicações e títulos diversos ampliava a indexação e a capacidade de operação do sistema financeiro atrelada à ferramenta concebida para o controle da inflação. Nesse sentido, o saldo de fundos públicos como os do FGTS, BNH, PIS e PASEP (SIMONSEN, 1976; PEREIRA, 1976a) passou a ser investido em ORTNs até o momento de realização do saque. A estratégia incentivou a ampliação da indexação junto ao setor público e visava à obtenção dos rendimentos oferecidos pela alta taxa de juros reais associados à correção monetária da inflação e a política de incentivo ao crédito. Contudo, o binômio pelo qual a institucionalidade foi planejada para promoção do sistema financeiro nacional (indexação com correção monetária e altas taxas de juros reais para atrair a entrada de capital estrangeiro na economia) criou as condições para o surgimento do movimento especulativo chamado de *ciranda financeira*, anulando o objetivo inicial de utilização da indexação como ferramenta de controle e estabilização dos preços²⁸.

2.2 Indexação monetária para o controle inflacionário (1964 – 1967): a dinâmica institucional pretendida

Ao longo do governo Castelo Branco (1964-1967), a implementação do PAEG buscou controlar gradativamente a inflação através de forte arroxó salarial, conforme Lei nº 4.725 de 1965. No entanto, a inflação anual, que servia de base para a correção dos salários, foi sistematicamente subestimada, corroendo o poder de compra dos rendimentos de maneira acelerada²⁹. Ainda assim, a estratégia de reduzir o índice inflacionário a 15% ao ano não obteve sucesso, dado que, ao final de 1967, tal índice registrava uma inflação anual de 25% (conforme **Tabela I**), aumentando a pressão por controle inflacionário nos anos seguintes.

²⁸ (HENRIQUES, 2021)

²⁹ Simonsen foi o autor da nova fórmula salarial instituída pelo PAEG, através da qual os salários passaram a ser calculados pela média dos dois anos anteriores, à qual eram somados os aumentos de produtividade e o resíduo inflacionário, correspondente à taxa de inflação prevista para os 12 meses seguintes. Setores oposicionistas e lideranças sindicais sustentaram sempre que a estimativa da inflação esteve permanentemente aquém dos índices efetivamente verificados, o que teria provocado uma acentuada deterioração dos salários reais ao longo do período. Trinta anos depois o próprio Simonsen, em depoimento a um suplemento especial do Jornal do Brasil dedicado a ele um ano antes de sua morte, confirmou que durante o duro ajuste da economia entre 1964 e 1967, os salários pagos na indústria tiveram uma perda real de 25%. (SIMONSEN, ATLAS HISTÓRICO DO BRASIL)

Tabela I. Inflação do período (1964 – 1967)

ano	IGD -I
1964	92,12
1965	34,24
1966	39,12
1967	25,01

Fonte: FGV. Elaboração Própria.

A execução – conforme o planejamento do PAEG – de gradual estabilização monetária envolvia a ampliação da correção monetária pelo sistema financeiro, o que, por sua vez, seria um instrumento importante na contenção das distorções produzidas pela inflação crônica sobre os preços. Diante da projeção de queda da inflação, à correção monetária caberia uniformizar as projeções inflacionárias sobre os preços dos ativos financeiros. Em síntese, a indexação da economia através da correção monetária foi compreendida como um canal de condução de políticas anti-inflacionárias (SIMONSEN, 1976).

Apesar disso, a indexação monetária da economia passou a generalizar-se também como resposta frente à pressão dos demais setores econômicos que sofriam perdas com os efeitos da inflação e que buscavam recompor suas perdas, com especial destaque para os rendimentos da classe trabalhadora, impactados pelo arrocho salarial implementado ao longo dos anos de PAEG (SIMONSEN, 1995, p. 99.).

As reformas monetária, creditícia e financeira propostas nos anos iniciais do período da Ditadura militar (1964-65) alteraram os marcos institucionais com o objetivo de viabilizar o financiamento público e o mercado de dívida pública do País, além de fomentar a ampliação do crédito oferecido pelo sistema financeiro doméstico. Tais mudanças buscavam estabelecer canais destinados a facilitar o ingresso massivo de capitais na forma de empréstimos, fosse via captação direta ou via repasse realizado pelas instituições bancárias e não bancárias do sistema financeiro doméstico (CRUZ, 1999, p. 84). Contudo, como veremos adiante, as reformas implementadas neste período, no contexto do PAEG, abririam caminho para o surgimento de um circuito especulativo junto ao mercado aberto brasileiro, que passará justamente a pressionar o endividamento externo e interno, levando à aceleração inflacionária do País.

A primeira fase deste ciclo especulativo coincidiu com o ciclo expansivo da economia observado no período entre 1968 e 1973, como veremos adiante.

2.3 Formação da Ciranda Financeira - ciclo expansivo com endividamento externo (1968 – 1973)

Os anos de 1968 a 1973 marcam, na economia brasileira, um período de grande expansão. No entanto, é também durante este período que observa-se o surgimento dos componentes do circuito especulativo mencionado anteriormente, sejam eles: i) correção monetária de títulos públicos pré-fixados com curto prazo de vencimento, ii) incentivo governamental para realização de empréstimos externos através de altas taxas de juros reais e outros estímulos institucionais e, por fim, mas não menos importante, iii) a conversão cambial³⁰ dos empréstimos em moeda nacional (Cruzeiros, à época).

O contexto externo e interno deste período foi de convergência entre a grande liquidez externa representada pelo mercado de eurodólares e um ciclo expansivo interno, que fez uso direto da contratação de empréstimos como parte da estratégia para obter crescimento econômico. Desta forma, a crescente demanda interna por recursos buscou ser suprida através de recursos externos, frente a qualquer cenário, ou melhor, independentemente do cenário de liquidez internacional e da situação das contas nacionais (CRUZ, 1983).

De acordo com a determinação da política de crédito e financiamento do período, para assegurar a continuidade do fluxo de capital externo no País, o Brasil mantinha juros superiores aos praticados no mercado internacional (PEREIRA, 1974a, 1974b; TAVARES, 1976; LESSA, 1988; CRUZ, 1984). Por sua vez, o Banco Central executava a cobertura cambial dos empréstimos contraídos no estrangeiro, em cruzeiros, como apresentado anteriormente.

Conforme aumentava o fluxo de capital externo para o País, a inflação interna era pressionada. Contudo, a pressão sobre os preços era compreendida como resposta ao aumento da circulação monetária no País. Neste sentido, a Autoridade Monetária realizou repetidamente operações de esterilização monetária, com o propósito de reduzir a moeda em circulação e a tensão sobre a formação dos preços³¹, mecanismo que se contrapunha ao

³⁰ Fatores internos, representados por estímulos à absorção de capitais financeiros, estabilidade política, rápido crescimento econômico e, principalmente, diferenças significativas entre os custos finais dos recursos de origem interna e externa que, associadas ao sistema de câmbio flexível, possibilitou aos tomadores nacionais aproveitarem-se das taxas de juros mais reduzidas do exterior sem os riscos de desvalorizações repentinas e de grande magnitude (PEREIRA, 1974b, p. 360)

³¹ Embora já há algum tempo viessem às Autoridades Monetárias fazendo uso de instrumentos de redução da liquidez do sistema (open-market, principalmente), com vistas a neutralizar parcialmente os efeitos da criação adicional de meios de pagamentos sobre o comportamento do nível de preços, o crescente ingresso de capitais ameaçava a política anti-inflacionária. Em particular, punha em risco a meta de 15% de inflação fixada em 1972 (PEREIRA, 1974a, p. 34)

propósito inicial do modelo de crescimento, que visava à expansão da oferta de crédito de longo e médio prazos através do incentivo à entrada de capital estrangeiro.

Tabela II. Inflação do período (1968 – 1973)

ano	IGPD-I
1968	25,49
1969	19,31
1970	19,26
1971	19,47
1972	15,72
1973	15,54

Fonte: FGV. Elaboração Própria.

Estes mecanismos institucionais criados para fomentar a oferta de crédito doméstico acabaram por formar um circuito especulativo, à medida que a Autoridade Monetária buscava reduzir a circulação monetária por meio da oferta de títulos com correção monetária. O capital estrangeiro que ingressava no País acabou por dar origem a um circuito que era alimentado pela correção monetária dos títulos da dívida pública indexados, cuja rentabilidade crescia conforme as operações de esterilização eram acionadas para controlar a base monetária³².

As operações de esterilização enxugavam a base monetária com títulos apreciados e corrigidos pela própria inflação que buscava conter. Com isso, houve a ampliação do mercado de títulos, o *open market*, que obtinha remuneração segura e líquida conforme o fluxo de capitais estrangeiros ingressava no País.

Entre 1972 e 1973, o prazo mínimo para contratação de novos empréstimos pelo BC passou de dois para 10 anos. Em junho de 1973, o BC suspendeu a entrada de novos capitais de curto prazo, estabelecendo o prazo mínimo de oito anos para a contratação de novos empréstimos, e logo em seguida, em julho do mesmo ano, o prazo mínimo subiu para 10 anos.

³² Ao mesmo tempo, avançava a indexação da economia, que passava a incluir demais ativos financeiros e contratos, inclusive os salariais. Como resposta à pressão dos sindicatos frente às perdas sofridas com a política salarial implementada no PAEG, foi proposto um novo cálculo salarial. A Lei 5.451, de 12 de junho de 1968, estabelecia a média salarial dos últimos 24 meses mais o acréscimo de uma taxa compensatória sobre a inflação projetada, definida pelo Conselho Monetário Nacional e pelo Ministério do Planejamento.

Contudo, a contínua extensão dos prazos mínimos não se traduziu na redução da entrada de capital estrangeiro no País. Pelo contrário, o que se observou foi a elevação das contratações, conforme tabelas III, IV e V. Nos primeiros três meses de 1972, aproximadamente um bilhão de dólares entraram no país, elevando as reservas internacionais para, então, mais de US\$ 3,5 bilhões (Ibid., p. 34).

Como forma de reduzir o impacto da circulação de moeda internamente, o BC acrescentou que os recursos não repassados internamente deveriam ser investidos em títulos do Tesouro (LTN), até a data do repasse. Com o mesmo objetivo, foi lançada, em 1º de setembro de 1972, a resolução 229, que determinava que o saldo residual dos empréstimos presentes em conta fosse direcionado a uma conta em nome do credor externo, junto ao BC, em moeda estrangeira. Enquanto o saldo residual permanecesse em conta, este renderia juros conforme o interbancário de Londres, enquanto o BC se encarregaria de pagar os empréstimos aos credores (PEREIRA, 1974a, p. 33-34).

As diversas intervenções das autoridades governamentais no controle administrativo do endividamento externo alteravam prazos e limites dos empréstimos, mas sem impedir novas contratações. Assim, no terceiro trimestre de 1973, foram contratados ao menos 600 milhões de dólares. Com isso, entre 31 de dezembro de 1972 e 31 de agosto de 1973, o nível das reservas internacionais passou de US\$ 4,183 bilhões para US\$ 6,339 bilhões, configurando, então, uma dívida externa na casa dos US\$ 11,5 bilhões³³.

As alterações buscavam reduzir o ritmo de ingressos visando também garantir a administração da capacidade de pagamento da dívida externa, pois parte do grande fluxo de capital estrangeiro que ingressava no País estava comprometido com o próprio pagamento de juros e amortizações dele decorrentes.

Em 31 de agosto de 1973, foi reconhecida a inelasticidade da demanda por liquidez internacional. Independentemente das restrições implementadas através das regulamentações apresentadas acima, a entrada de capital estrangeiro continuava crescente. Mesmo assim, as autoridades econômicas, como Paulo H. Lima³⁴, presidente do BC, declaravam que o afluxo de capital estrangeiro no País proporcionava formação de estoque de poupança externa.

O aumento da dívida externa era encarado pelas autoridades brasileiras como sinal de confiança do mercado internacional com relação à economia do País. Entretanto, o

³³ Entretanto, apesar de todas essas medidas disciplinando o influxo de capitais externos, a situação do mercado financeiro internacional e as diferenças entre os custos finais dos recursos externos e internos continuaram favorecendo afluxos. (PEREIRA, José Eduardo, 1974^a, p. 37, 38)

³⁴ (PEREIRA, José Eduardo, 1974a), (LESSA, CARLOS, 1988).

crescente ingresso de dólares contratados no exterior tinha como contrapartida o aumento do endividamento interno da economia, acoplando uma dívida à outra³⁵.

Assim, o ritmo acelerado de expansão da dívida externa observada no período de 1968 a 1973, conforme mostra a Tabela IV, e a reação da Autoridade Monetária a tal expansão, com intervenções contínuas no mercado aberto para realizar operações de esterilização monetária, em resposta ao volume de empréstimos adquiridos, acabou acelerando o circuito especulativo³⁶, como veremos mais adiante.

Tabela III. Dívida Interna Federal em Títulos e Dívida Externa
(em fim do período)

Anos	Dívida Interna (Cr\$ milhões)	Crescimento anual %	Dívida externa (Cr\$ milhões)*	crescimento anual %
1967	2.482	—	8.908	—
1968	3.491	40,70%	13.789	54,80%
1969	5.881	68,50%	18.206	32,00%
1970	10.112	71,90%	24.749	35,90%
1971	15.445	52,70%	35.156	42,10%
1972	26.179	69,50%	57.136	62,50%
1973	38.344	46,50%	78.941	38,20%

*Conversão em cruzeiros à taxa média anual de câmbio/venda

Fonte: PEREIRA, 1976. Elaboração Própria.

Apesar da forte entrada de capitais na economia, não se viu uma ampliação dos prazos de empréstimos e financiamentos oferecidos no mercado doméstico, como pretendido pelas reformas de 1964/65. Por sua vez, a ausência de fiscalização não permitia averiguar se os recursos obtidos externamente eram plenamente investidos em capital de giro e ou importação de insumos e maquinários, conforme as normativas Lei 4.131, Instrução 289 e Resolução 63. Contudo, entre 1972 e 1973, já se podia observar uma queda nas inversões produtivas (CRUZ, 1983; TAVARES, 1976)

³⁵ POSSAS, Maria Silvia. Maria da Conceição Tavares. Estudos Avançados, 15 (43) 2001, p. 396

³⁶ O fluxo crescente de dólares, acima das necessidades imediatas, obrigou o governo a desembolsar cruzeiros para cobrir o saldo das operações externas (...) Julgando “enxugar” com esta operação a liquidez “excessiva” proveniente da ampliação da chamada “base monetária externa”, está-se em realidade criando uma máquina especulativa montada na esquizofrenia dos dois dinheiros. (TAVARES. 1983, p. 133).

A **Tabela IV** nos apresenta o prazo médio de ambos os títulos federais indexados à inflação em circulação no período. A redução do prazo médio das ORTNs e LTNs corresponde à expansão da entrada de empréstimos no País, e ao perfil especulativo pelo qual ambos os títulos respondem no circuito financeiro.

Tabela IV. Prazo médio dos títulos federais em circulação entre 1964 e 1970

	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970
ORTN	59m e 21d	47m e 9d	24m 12d	24m 21d	24m 12d	20m 9d	17m 5d
LTN	—	—	—	—	—	—	20d

Fonte: FGV. Elaboração Própria.

Ao apresentar os dados do balanço de pagamentos reunindo em diferentes grupos os dados de capital de risco, capital de empréstimo e capital de mercadorias e serviços, Cruz (1984) observou o aumento da entrada de capitais não correlacionados a serviços e mercadorias.

O endividamento externo do período não se traduzia em ampliação dos investimentos no setor produtivo, objetivo das reformas de 1964 e 1965, mas na entrada de capitais de risco, como defende a tese de Paulo Davidoff Cruz (1984 [1999]). A entrada de bens de capital foi estimulada durante toda a década de 1970, mesmo com as medidas implementadas para restrição e ‘correção de desvios’ dirigidas ao setor produtivo, a partir de 1976, quando o estímulo à entrada de capitais tomou novo contorno, através de mecanismos que promoveriam anos mais tarde a estatização da dívida externa do setor privado.

É importante notar que o crescimento do endividamento externo não foi o motor do crescimento econômico observado durante o período do IPND. O crescimento no período refletiu o desenvolvimento ascendente do ciclo econômico interno, que obtinha financiamento através dos canais instituídos pelo sistema financeiro brasileiro. A busca crescente por crédito pelo setor produtivo privado nacional foi o objeto das reformas de 1964 e 1965, que buscaram estimular a entrada de recursos externos a serem, por sua vez, intermediados pelo sistema financeiro interno. O que se constata a partir dos saldos do balanço de pagamentos do período de crescimento apresentados na **tabela VI** é que o endividamento externo registrado não esteve correlacionado ao crescimento observado pelos setores produtivos e sim pelo setor financeiro.

Tabela V. Contas selecionados do setor externo (em US\$ bilhões)

	Bal. Com.	Bal. Serv. (*)	Saldo		Invest. Líquido	Lucros e dividendos	Saldo
1969/73	(0,03)	(2,03)	(2,06)	1969/73	1,82	(0,68)	1,14
1974/76	(10,48)	(3,54)	(14,02)	1974/76	3,09	(0,86)	2,23
1977/78	(0,92)	(2,86)	(3,78)	1977/78	2,15	(1,02)	1,13
1979/80	(5,67)	(4,37)	(10,04)	1979/80	3,71	(0,95)	2,76
1981	1,20	(2,60)	(1,40)	1981	1,58	(0,37)	1,21

(*) Serviços considerados: transportes, seguro e importação de tecnologias.

(*) Exclusive reinvestimentos.

Capital de empréstimo							Variação das reservas
Financ. Import.	Empr. moeda (*)	Subtotal A	Amortizações B	Subtotal C = A - B	Juros líquidos D	Saldo C - D	
1969/73	4,29	10,07	14,36	(7,61)	6,75	(1,58)	6,16
1974/76	5,33	15,89	21,22	(7,11)	14,11	(3,96)	0,23
1977/78	3,97	19,09	23,06	(9,55)	13,51	(4,80)	5,26
1979/80	3,75	18,69	22,44	(13,23)	9,21	(10,50)	(5,01)
1981	3,78	13,97	17,75	(6,24)	11,51	(10,30)	0,62

(*) Inclusive bônus.

Obs.: Não estão computados os valores relativos a Transferências Unilaterais, Erros e Omissões, Viagens Internacionais, Transferências Governamentais e Outros Serviços.

Fonte dos dados brutos: Boletim do Banco Central do Brasil, vários números.

Fonte: CRUZ, 1984, p. 23

O aumento da dívida externa coincide com o I PND (1972 - 1974), período em que a dívida externa passou de US\$ 3,8 bilhões para US\$ 12,6 bilhões, conforme tabela VII abaixo. Contudo, ao se analisar os saldos do balanço de pagamentos constata-se que a demanda por capital de risco não esteve correlacionada com o saldo dos setores produtivos do balanço.

Tabela VI. Dívida Externa registrada (em US\$ milhões)

Ano	US\$	Ano	US\$	Ano	US\$
1964	3.155	1970	5.295	1976	25.985
1965	3.644	1971	6.622	1977	32.037
1966	3.666	1972	9.521	1978	43.511
1967	3.281	1973	12.571	1979	49.904
1968	3.780	1974	17.166	1980	53.847
1969	4.403	1975	21.171		

Fonte: Ipea data. Elaboração Própria.

Durante o I PND (1972 -1974), os dados registrados pela balança comercial e de serviços demonstram que a demanda por entrada de capital de risco não decorreu destes setores. O balanço comercial equilibrado do período decorrente da grande exportação de mercadorias se refletiu na mínima variação do saldo (-0,03), conforme **Tabela VI**, capaz de fazer frente às importações comerciais do período. Já o balanço do setor de serviços produtivos, relativo aos serviços de transportes e importação de tecnologia³⁷, foi deficitário, registrando saldo negativo de US\$ 2 bilhões, conforme **Tabela VI**. Contudo, a conta de capital de risco apresentou saldo acumulado de US\$ 1,14 bilhão no mesmo período³⁸.

Ao desagregar o saldo do balanço de pagamentos é possível observar que os setores comerciais e de serviços não foram responsáveis pelo saldo de capital de risco a entrar no país entre os anos de 1969 e 1973. O equilíbrio do balanço comercial e o déficit registrado no saldo do balanço de serviços não estabelecem correlação com o saldo acumulado de US\$ 1,14 bilhão de capital de risco.

Mais do que isso, a partir dos dados apresentados, Cruz defende que o crescimento observado entre 1969 e 1973 não guardou correlação com o aumento do endividamento do período. Portanto, a entrada de capital externo no país, especialmente o de risco, não esteve atrelado ao investimento produtivo, conforme almejado pelas reformas instituídas durante o PAEG.

A conclusão a que se chega, portanto, é que a tese de que a aceleração do endividamento externo brasileiro ocorrida durante o ciclo expansivo foi determinada pela necessidade de “poupanças externas” ou por estrangulamentos do setor externo não encontra qualquer base de sustentação. (CRUZ, 1984, p. 22.)

³⁷ A conta de comércio de mercadorias e de serviços produtivos é uma versão expurgada do balanço de transações correntes incluindo, além das exportações e importações, apenas os serviços ditos produtivos, ou seja, aqueles relativos a transportes seguro e importações de tecnologia. Um déficit nesta conta é um indicador aproximado do montante de recursos externo que, de alguma forma, contribui diretamente para o crescimento do produto interno. As duas outras contas (risco e empréstimo), à medida que apresentem resultados superavitários, representam formas alternativas de financiamento dos eventuais déficits ou, na ausência destes, formas alternativas de geração de reservas internacionais.

³⁸ (TAVARES; BELLUZZO, 1982)

2.4 Expansão da Ciranda financeira - ciclo recessivo com endividamento externo (1974 – 1979)

A década de 1970 foi atravessada por intensa instabilidade internacional e marcada pela estagflação das economias desenvolvidas. A partir de outubro de 1973, o cenário de liquidez e estabilidade internacional durante qual transcorreu o I PND foi interrompido pelo primeiro choque do petróleo (LIMA, 1977), ocorrido entre os meses de outubro de 1973 e março de 1974. Ainda em 1973, a adoção do dólar flutuante deu fim ao tratado de Bretton Woods, que estabelecia as paridades cambiais desde o final da Segunda Guerra Mundial.

Esta mudança no mercado internacional refletiu-se na elevação das taxas de juros internacionais. A partir de 1973, as taxas de juros norte-americana e do eurodólar passaram para 10% e 10,5%, enquanto as taxas de juros de Alemanha e Inglaterra tiveram um aumento superior a 5 p.p., conforme **Tabela VII**, atingindo a formação do estoque de endividamento externo, como era caso do balanço de pagamentos brasileiro no período.

Contudo, o cenário de crise foi interpretado como uma crise similar à enfrentada em 1929 (LESSA, 1988, p. 32) e foi encarada internamente com uma oportunidade para que o Brasil expandisse o comércio internacional a partir do estabelecimento de novas parcerias. O entendimento comum entre os membros da ditadura militar na implementação do II PND era o de que o País se encontrava em posição intermediária diante da crise. Nem tão dependente em petróleo e derivados como as potências desenvolvidas, nem tão vulnerável como as demais nações subdesenvolvidas. Assim, o Brasil era descrito, até 1975, como uma “ilha de estabilidade” em meio à crise (LESSA, 1988; CRUZ, 1984). Segundo o planejamento estabelecido pelo II PND, em 1979 o País alcançaria o status de potência emergente.

Entretanto, como será analisado adiante, a ciranda financeira iniciou sua trajetória de aceleração especulativa em meio ao contexto de crescimento da inflação e estímulo à entrada de capital estrangeiro no país, deteriorando as condições do balanço de pagamentos, levando ao abandono do II PND

Tabela VII. Taxa de juros mercado internacional 1966-1973

Mercado Financeiro	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Eurodólar	6,97	6,4	7,14	11,44	6,5	5,81	5,81	10,5
Estados Unidos*	6	6	6,75	8,5	6,75	5,25	5,75	10
Alemanha*	4,96	4,9	6	9	9	7,25	8,5	14
Reino Unido*	7,5	8,5	7,5	9	8	5,5	8,5	14
França*	6,45	5,75	7,85	10,35	9,65	8,65	9,15	12,45

*fim de período

Fonte: Ipea data. Elaboração Própria.

O cenário de recessão internacional afetou diretamente a balança comercial e de serviços brasileira, atingida pela queda nas exportações e aumento dos custos atrelados às importações. Conforme **Tabela V**, entre 1974 e 1976, o equilíbrio do saldo comercial do período anterior dá lugar a um déficit superior a US\$ 10 bilhões. Diferentemente do período anterior, o saldo da balança comercial e de serviços alarga o endividamento do período, em comparação ao saldo apresentado com a entrada de capital de risco.

Mesmo assim, a economia do País ainda registrava, entre 1974 e 1976, índices de crescimento elevados, que refletiam os investimentos praticados no ciclo anterior. O crescimento econômico registrado no ano de 1974 refletia o resultado de investimentos feitos em anos anteriores e os direcionamentos iniciais do II PND sobre as taxas de crescimento da Formação Bruta de Capital Fixo³⁹, refletindo uma espécie de transição do ciclo expansivo anterior e reversão do movimento cíclico de modo desacelerado. Contudo, os seguidos déficits registrados na balança comercial e de serviços expunham a incapacidade de se manter o fluxo de investimentos e o impacto sobre os custos decorrentes do aumento dos preços do petróleo no mundo.

Uma fase de recessão cíclica teve início após o crescimento observado entre 1968 e 1973. Para atenuar a redução das inversões, as suspensões de novos investimentos privados e a redução da liquidez internacional foi exigido do setor público a manutenção estratégica e coordenada de investimentos através das empresas estatais, que passaram a ser garantidos através da obtenção de empréstimos externos, frente às medidas contracionistas adotadas logo nos primeiros meses de 1974, por Mario Henrique Simonsen⁴⁰.

³⁹ Entre os anos de 1970 e 1974 a taxa de crescimento da FBCF seguindo o deflator IPA – Di de bens de produção é de respectivamente: 13,5%, 17,6%, 12,8%, 20,3% e 14%. Entre 1975 e 1980, a taxa de formação de capital é de 11,6%, 6,9%, 0,9%, 11,3%, 3,7% e 2,2%. (REICHTUL, 1983, p. 42)

⁴⁰ Entre março de 1974 e março de 1979, Henrique Simonsen esteve à frente da Seplan, a Secretaria do Planejamento da Presidência da República, e cunhou uma política de caráter contensionista e recessiva mantida ao longo do II PND. Para Simonsen, a inflação seria controlada com a desaceleração da economia, o que levou a

As empresas do setor público desempenhavam um papel central na atenuação do impacto recessivo internacional. Contudo, durante o crescimento do I PND, estas empresas alcançaram a sua máxima capacidade produtiva, tornando ainda mais difícil a implementação de estratégias de coordenação (REICHTUL, 1983). Em paralelo, a heterogeneidade observada entre os setores produtivos nacionais associada às crescentes inversões do setor público, além da redução do investimento privado, levaram a uma lenta desaceleração no crescimento econômico durante os anos iniciais do II PND (1974-76)⁴¹.

2.4.1 Aceleração inflacionária e estímulo a entrada de capitais

As perdas sofridas pela aceleração inflacionária registrada em 1974⁴², conforme tabela seguinte, fizeram com que a correção atrelada ao índice de preços, no qual a correção monetária estava indexada, não cobrisse as perdas crescentes registradas pelos detentores de títulos da dívida pública. Com o descrédito acumulado pelo cálculo da correção monetária, a recomposição das perdas frente à inflação passou a ser sinalizada através dos juros praticados diariamente no mercado monetário.

Seplan a propor uma série de medidas tais como a elevação dos juros e a redução do gasto fiscal, impactando com isso os investimentos das empresas, especialmente as do setor público.

⁴¹ A manutenção de altas taxas de crescimento, dado o coeficiente de importação de bens intermediários e de capital e a elevação de seus preços no mercado internacional, acaba determinando um acréscimo significativo no valor das importações brasileiras realizados no período. (CRUZ, 1984, p. 26).

⁴² O aumento dos preços do barril de petróleo ocorrido em outubro de 1973 chegou aos preços domésticos em abril de 1974. A pressão causada pelos empréstimos obtidos em 1973, fizera-se presente no aumento da inflação do ano seguinte.

Tabela VIII. Inflação do período (1974 – 1979)

Ano	IGD - I	Ano	IGPD - I
1974	34,55	1977	38,78
1975	29,35	1978	40,81
1976	46,26	1979	77,25

Fonte: FGV. Elaboração Própria.

Assim, embora os títulos da dívida pública brasileira tenham se mantido indexados, o controle do indexador passaria a ser substituído. A condução do índice à que os títulos públicos estavam atrelados deixou de ser feita pelo governo e foi substituída pela taxa de juros praticada no sistema financeiro⁴³.

Por sua vez, diante da aceleração inflacionária registrada em 1974, viu-se uma indexação generalizada da economia. As propostas elaboradas para conter a utilização da correção monetária foram limitadas pela oposição tanto de empresários, quanto de sindicalistas⁴⁴, apesar do reconhecimento da inércia inflacionária, ainda em 1974, pelo governo Geisel⁴⁵. Através da Resolução 279⁴⁶, de 7 de fevereiro de 1974, o BC suspendeu o recolhimento do compulsório de 40%⁴⁷ em cruzeiros, exigido nas operações tomadas no âmbito da Lei 4.131 e Resolução 63. Em seguida, em 3 de setembro de 1974, o BC voltou a reduzir o limite mínimo de tempo para contratação de empréstimos de 10 para cinco anos (PEREIRA, 1974a, p. 39).

A partir de 1974, com a crescente aceleração da inflação e da redução das vantagens cambiais que se seguiram ao cenário de incerteza internacional, o ajuste do

⁴³ Em 1987, a taxa do overnight tornou-se indexador oficial, durante a condução do Plano Cruzado, tema do próximo capítulo. (BIER, Amaury G. PAULANI, Leda. MESSEMBERG. Roberto. 1987)

⁴⁴ A lei proposta pelo governo Costa e Silva de reajustes salariais, Lei nº 5.451, de 1968, foi substituída pela Lei nº 6.147, de novembro de 1974. Através desta Lei, o governo Geisel aumentou a velocidade dos reajustes salariais, os quais passaram a ser calculados com base na média salarial dos últimos 12 meses, com acréscimo de uma taxa compensatória sobre a inflação projetada, mais um coeficiente correspondente à participação no aumento da produtividade da economia nacional do ano anterior. O índice de reajuste mensal dos salários, baseado nos coeficientes descritos, passou a ser divulgada pelo governo. Um abono de emergência de 10% foi instituído a partir de 1º de dezembro de 1974 sobre o salário mínimo e para os demais salários corrigidos entre 1º de janeiro e 30 de junho daquele ano. A medida ampliou o processo de aceleração inflacionária, uma vez que a redução do período de reajuste das perdas inflacionárias acelerava a velocidade do movimento inercial da inflação. (SIMONSEN, 1976, p. 95-96).

⁴⁵ Inércia Inflacionária foi reconhecida em 1974 pelo governo Geisel. A inércia inflacionária corresponde a fase em que é recomposição nominal das perdas inflacionárias torna-se crônica (SIMONSEN, 1976, p. 95-96).

⁴⁶ Resoluções sobre depósitos compulsórios: compulsório de 25% na resolução 236 de 19 de outubro de 1972 e, 40% na resolução 265 de 31 de agosto de 1973.

⁴⁷ Suspende, a partir de 08/02/74, o depósito de 40% sobre o contra valor em cruzeiros, resultante da negociação das divisas provenientes de empréstimos externos em moeda, previsto na resolução 265, de 31/08/73. Em 7 de fevereiro de 1974, as Autoridades Monetárias optaram pela facilitação pura e simples do ingresso de moeda estrangeira ao suspenderem a retenção compulsória de 40% (PEREIRA, 1974a], p. 39).

mecanismo institucional passou a ser continuamente pressionado para repor as perdas monetárias. Nesse processo, o índice que baseava as correções sofreu diversas alterações por parte do governo, na tentativa de conter o processo inflacionário que passou a ser retroalimentado com o aumento crescente da liquidez do sistema financeiro. Essas transformações se traduziram na perda de confiança dos detentores de riqueza quanto à correção monetária, que gradualmente deslocou-se em direção às taxas de juros praticadas no circuito *over*.

Mesmo com o aumento da inflação e a redução das inversões privadas a partir de 1975, o governo buscou incentivar o crédito privado⁴⁸. A partir de outubro de 1974, o governo reduziu de 25% para 5% a alíquota de imposto de renda sobre remessas de juros, comissões e despesas, conforme a resolução nº 305 do BC. Em 13 de setembro de 1974, foram reduzidos os prazos mínimos para obtenção de novos empréstimos, conforme resolução do Conselho Monetário Nacional.

Nesse período, 1974, o BC estimulava a captação de recursos estrangeiros pelos intermediários financeiros, os quais passaram a investir os saldos ociosos dos empréstimos, outrora mantidos em caixa, nos títulos públicos federais da carteira do BC. Com isso, os saldos ociosos passaram a contabilizar o custo de oportunidade de migrarem suas posições ao *open*, encarecendo a oferta de crédito interno. Foi questão de tempo para que as empresas não financeiras (setor produtivo) também contabilizassem o custo de oportunidade de migrar seus recursos ao *open* em meio ao cenário de aumento de inflação e das taxas de juros internas⁴⁹. É nesse contexto que ocorre o aumento da procura pelas operações do *open* pelas corretoras e intermediários não bancários, os quais passaram a aumentar a exposição das suas carteiras em ORTNs, o que lhes permitia garantir a obtenção de rendimentos reais mediante assunção de baixo risco.

Por sua vez, passou-se a ser contabilizado junto ao custo de oportunidade das empresas não só o aumento das taxas de juros como o rendimento e a segurança obtidos através do circuito especulativo instalado sobre os títulos públicos do País.

⁴⁸ Mesmo com o salto inflacionário registrado em 1974, nada foi feito no primeiro ano no sentido de diminuir a indexação da economia (SIMONSEN, 1995 p. 102). A ideia de que a economia brasileira representava uma “ilha de tranquilidade” imune ao contexto de crise persistia ao ponto de nem mesmo medidas de curto prazo terem sido tomadas com o objetivo de atenuar os desequilíbrios da balança comercial. (CRUZ, 1999, p. 67; LESSA, 1988)

⁴⁹ Em um curto período, entre 1974 e 1977, o setor privado passou a perder a confiança na capacidade de ajuste cambial frente às repetidas altas da moeda estrangeira e migrou seus contratos para o indexador doméstico, com base nas ORTNs. Entre 1977 e 1978, os CDBs, títulos privados emitidos pelo sistema bancário, também passaram a carregar consigo a indexação das ORTNs.

Ao considerar a remuneração obtida com o circuito especulativo na tomada de investimentos, o setor produtivo passou a contabilizá-lo junto à formação dos preços.

A rentabilidade obtida através da ciranda financeira, com base na negociação com títulos públicos de alta liquidez e alta rentabilidade, passou a penalizar as decisões sobre o investimento produtivo ao passar a ser contabilizada nos custos empresariais, em especial, alterando, a seu favor, os custos de oportunidade. Assim, a prática de taxas de juros altas em um contexto de especulação financeira proporcionada por títulos públicos indexados à inflação promoveu enorme desincentivo ao investimento produtivo.

Em um cenário em que os ganhos especulativos avançavam diante da incerteza dos mercados, os investimentos do setor produtivo passaram a ser escoados para os ganhos proporcionados com a ciranda financeira, ampliando o volume de capitais que se tornaram especulativos, o que coincidiu com o aumento do endividamento externo nos anos do II PND. Como resultado, a decisão de elevar os juros domésticos para a manutenção da entrada do capital estrangeiro que garantiria, por sua vez, o capital necessário para as empresas continuarem suas atividades, produziu o efeito inverso.

No mesmo período, 1974, como já visto, as empresas estatais contraíram empréstimos externos diante do aumento das restrições internas adotadas por Simonsen, que à época encontrava-se à frente da Seplan, prática que se estendeu até 1982, quando a explosão do endividamento por parte das empresas estatais passou a impor uma redução do seu investimento (BARROS, 1993)⁵⁰.

Em meio à desaceleração do crescimento econômico associada ao crescimento do endividamento externo, a partir de 1976, o governo passou a estimular abertamente a captação privada de empréstimos. Em meio ao retorno da liquidez no mercado de euromoedas, somado aos petrodólares, o Governo buscou incentivar o endividamento externo através da liberação da taxa de juros interna, conforme **Tabela IX**. Somou-se a isso a criação de um mecanismo de proteção cambial, em particular a operação 432, a qual, como veremos no capítulo seguinte, foi fundamental para o processo de estatização da dívida privada em 1982, com a maxidesvalorização cambial adotada pelo, então, ministro da Seplan, Delfim Neto.

⁵⁰

Para mais, TAVARES, 1983

Tabela IX. Taxa de ORTN e IGPD – (1967 – 1985)

Ano	ortn	IGPD _i	Ano	ortn	IGPD _i
1967	27,96	25,01	1977	233,74	38,78
1968	34,95	25,49	1978	318,44	40,81
1969	41,42	19,31	1979	468,71	77,25
1970	49,54	19,26	1980	706,7	110,24
1971	60,77	19,47	1981	1.382,09	95,20
1972	70,07	15,72	1982	2.733,27	99,72
1973	79,07	15,54	1983	7.012,99	210,99
1974	105,41	34,55	1984	22.110,46	223,81
1975	130,93	29,35	1985	70.613,67	235,11
1976	179,68	46,26			

Fonte: Ipea Data. Elaboração Própria.

Contudo, ao buscar garantir a entrada de recursos estrangeiros, a Autoridade Monetária acabou por ampliar a ciranda financeira, sedimentando o fluxo de capital estrangeiro destinado ao circuito de retroalimentação especulativo. As metas de crescimento não alcançadas pelo II PND e a aceleração da inflação a partir de 1974 (34,5% em 1974, 29,35% em 1975 e 46,26% em 1976), conforme VIII, tornaram a continuidade da indexação monetária, idealizada como ferramenta transitória (SIMONSEN, 1976) para o controle inflacionário, uma espécie de gatilho montado sobre a condução da política monetária do País.

As altas taxas de juros reais praticadas associadas às regulamentações criadas para o estímulo e captação de recursos externos pelo setor privado, em conjunto com a indexação monetária, instituída como ferramenta de controle inflacionário e de criação de liquidez junto ao sistema financeiro, compunham a institucionalidade desenvolvida para a expansão do sistema de crédito e financiamento privado, voltado para o desenvolvimento do setor produtivo. Contudo, diante da aceleração inflacionária, a institucionalidade proposta estimulou determinado funcionamento do sistema financeiro nacional, formando um circuito financeiro especulativo, o qual proporcionava aos detentores de capital, de maneira geral, valorização e acumulação de capital atrelados ao aumento da inflação. Com o crescimento da inflação, a correção monetária dos títulos era pressionada e conjuntamente todo o circuito instituído para o fomento à entrada de capital estrangeiro e liquidez financeira ajustava-se por meio da elevação das taxas de juros reais praticadas. Esse processo, ao tornar-se a repetir, aumentou a valorização e acumulação de capital dos detentores de riqueza, tal qual uma ciranda financeira.

Entre 1976 e 1978, a inflação acelerou substancialmente, conforme Tabela VIII, associada à deterioração do balanço de pagamentos e a forte entrada de capitais estrangeiros com caráter especulativo.

Como resposta, a partir de abril de 1976, Simonsen aplicou uma política de caráter abertamente recessivo reduzindo o acesso ao crédito bancário e pelo setor de construção civil, reduzindo prazos de financiamento para aquisição de bens duráveis, e permitindo a liberação das taxas de juros, com cortes fiscais sobre investimentos públicos e das empresas estatais. Em 1977, houve a tentativa de alterar o regime de contabilização das ORTNs. Foi a primeira de uma série de manobras⁵¹ do governo que acabaram por reduzir a confiança dos investidores na credibilidade das correções promovidas pelo indexador ligado ao IGp. Com isso, as tentativas de reduzir as pressões inflacionárias decorrente da indexação geral da economia foram fracassadas.

Embora as ORTNs deixassem de ser um indexador confiável, nem por isso o comportamento curto prazista da economia, cada vez mais alavancada no mercado financeiro e no balcão do *open*, foi demovido. Pelo contrário, as sucessivas alterações na contabilidade da indexação baseada nas ORTNs levaram à adoção de um novo indexador, como veremos a seguir.

Em substituição à correção monetária prometida pelas ORTNs, o novo indexador passou a ser a taxa de operações do *Overnight*, a chamada correção monetária financeira. Isso significou que a indexação dos contratos do mercado deixou de ser atrelada à correção monetária sinalizada pelo Governo e passou a ser indexada/ corrigida por uma taxa de juros do mercado financeiro, o *Overnight* (BARROS, 1993, p. 7).

Em setembro de 1977, a Resolução 432 do BC apresentou um novo instrumento de proteção cambial que garantia o congelamento do câmbio aos tomadores de empréstimos. Com essa resolução, as desvalorizações cambiais sofridas pelo cruzeiro não eram contabilizadas como prejuízos pelos tomadores de empréstimos, mas absorvida pelo Estado, que passou a se responsabilizar pelos prejuízos decorrentes das variações cambiais⁵².

A Resolução 432 do BC ainda permitia o pagamento da dívida em moeda estrangeira antes do vencimento das ORTNs, por meio de transferência antecipada ao BC, graças às ORTNs possuírem cláusula de correção pela variação cambial. Em síntese, o Estado

⁵¹ As amplas reduções no cálculo da correção monetária da ORTN às quais descredibilizaram a correção monetária como indexador aceito pelo sistema financeiro das ORTN (BARROS, 1993, p. 8).

⁵² Na prática, a resolução 432 institucionalizou um mecanismo de “socialização” de perdas decorrentes de desvalorizações cambiais mais acentuadas, mecanismo esse que foi extremamente útil às empresas endividadas por época da maxidesvalorização realizada em fins de 1979. (CRUZ, 1983, p. 89)

passou a assumir o risco cambial responsabilizando-se pela liquidação dos débitos na data de seus respectivos vencimentos (OLIVEIRA, 2010b, p. 14.)

O alto volume de endividamento contraído externa e internamente, decorrente do modelo de crescimento adotado desde 1964 expôs a vulnerabilidade da administração da dívida externa. Neste cenário, a instalação da ciranda especulativa comprometeu o investimento produtivo e o desenvolvimento da economia.

Com a reversão do ciclo econômico e a adoção de políticas econômicas contracionistas, o circuito financeiro de ganhos especulativos foi potencializado, pressionando o endividamento do setor público a partir da prática de juros reais elevados. A inflação passou a refletir a crescente escolha dos detentores de riqueza em geral em investir seus recursos em títulos com correção monetária, os quais proporcionavam acumulação e valorização de capital em meio a um processo crescente e acelerado de inflação. O planejamento do II PND havia sido abandonado em troca do controle da inflação e da melhoria da situação das contas externas do País, por meio da adoção de uma política abertamente recessiva e de altas taxas de juros⁵³.

2.4.2 Capital especulativo e aceleração da ciranda financeira

Por sua vez, a estratégia de administração de altas taxas de juros pagas sobre os títulos públicos brasileiros buscava não apenas o controle interno da inflação, mas também a administração da dívida externa e a implementação dos investimentos planejados. O ingresso contínuo de moedas ao País dependia da manutenção da vantagem do custo do dinheiro para os tomadores nacionais de empréstimo estrangeiro.

A execução e manutenção de projetos e de investimentos empresariais era altamente dependente dos empréstimos estrangeiros, assim como o era a própria sustentabilidade da dívida externa no que diz respeito ao cronograma de amortizações e rolagem dos juros. Todavia, a elevação das taxas de juros do País impactava negativamente o investimento produtivo, enquanto estimulava o direcionamento dos capitais aos ganhos

⁵³ SIMONSEN, M. Henrique. ATLAS HISTÓRICO DO BRASIL. FGV. Disponível em: <https://atlas.fgv.br/verbete/5098>. Acessado em 16 nov. 2022.

proporcionados no circuito especulativo (ciranda financeira) instalado junto ao mercado aberto brasileiro⁵⁴.

Os anos de 1975 e 1976 representaram gradativo desmonte das expectativas promissoras de crescimento econômico frente ao crescimento das taxas de juros internacionais e a elevação da inflação doméstica, conforme **Tabela IX**. Em 1976, a taxa de formação de capital passa a não refletir o crescimento oriundo de períodos anteriores e cai fortemente, atingindo, no ano seguinte, apenas 0,9%, conforme **Tabela X**. A adoção de políticas recessivas a partir de 1976 causa um impacto direto nos investimentos das empresas do setor público, resultando no abandono da implementação das metas previstas no II PND (REICHTUL, 1983, p. 44).

**Tabela X. Formação Bruta de Capital Fixo Setor Público, Privado, SPE e FBCF total
1975 - 1979**

	1975	1976	1977	1978	1979
Setor Privado	7,5	6,1	0	12,5	1,5
Setor Público	17,8	7,9	2,6	9,2	6,6
SPE	20,2	10,2	12,9	20,2	6,2
FBCF Total	11,6	6,9	0,9	11,3	3,7

Fonte: REICHTUL, 1983, p. 46. Elaboração Própria.

Até o abandono do II PND, em 1977, o aumento do endividamento externo era interpretado como algo positivo, como formação de poupança externa. Contudo, entre os anos de 1977 e 1978, a dívida bruta do país cresceu a uma taxa média de 30% a.a. (CRUZ, 1984, p. 28). A análise do balanço de pagamentos novamente mostra que a entrada de capital estrangeiro no País não esteve relacionada ao setor produtivo da economia, ou seja, o acesso à poupança externa não proporcionava o financiamento do setor produtivo da economia. O saldo da balança comercial e de serviços registrou déficit de US\$ 3,78 bilhões, enquanto o de capital de risco acumulou US\$ 2,15 bilhões. Contudo, entrada de capital de empréstimo no período acumulou US\$ 13,5 bilhões. Em suma, a economia brasileira comportava-se

⁵⁴ O contexto inflacionário, o ajuste na correção monetária e o aumento da taxa de juros dos títulos brasileiros elevaram substancialmente o volume de liquidez financeira presente em ativos, em contraposição a circulação monetária (OLIVEIRA, 2010b, p. 10)

contraditoriamente frente à necessidade de manter o fluxo de moeda estrangeira e à deterioração de sua capacidade de honrar os compromissos financeiros assumidos.

Entre 1977 e 1979, a administração da dívida externa e da inflação passam a ditar a condução econômica, deixando o investimento produtivo planejado em segundo plano. O crescimento do PIB registrado entre 1978 e 1980 esteve ligado aos setores intermediários e de bens duráveis, mas a observação da queda das taxas de inversão do setor de formação de capital indicava a desaceleração econômica que estava por vir (Ibid.).

Entre 1979 e 1980, o saldo da balança comercial e de serviços registrou déficit de US\$ 10, bilhões, conforme **Tabela V**, em meio ao aprofundamento da estagflação nos países desenvolvidos e um segundo choque do petróleo. O arrefecimento econômico somou-se à trajetória do estoque da dívida externa, decorrente da elevação dos juros internacionais após o primeiro choque do petróleo e do estímulo ao endividamento externo. Assim, o valor do serviço da dívida externa, calculado em US\$ 10,5 bilhões, superava, pela primeira vez, o saldo da conta financeira.

Em resumo, a elevação do endividamento externo, decorrente da estratégia para superar o hiato de recursos através da poupança externa, acabou por promover um circuito especulativo de ganhos financeiros, em uma ciranda financeira contínua de ganhos atrelados a indexação das ORTNs via correção monetária. A entrada de capital de risco e de empréstimo durante o período produziu efeito acumulativo sobre a dívida tornando sua execução impraticável entre 1979 e 1980, quando os recursos disponíveis na conta financeira disponíveis para o pagamento dos juros da dívida externa eram insuficientes.

Deste modo, fica claro que o endividamento externo observado entre 1968 e 1980 esteve correlacionado à entrada de capital de risco. O capital de risco, por sua vez, esteve correlacionado à entrada de capitais estrangeiros, facilitada pelas reformas de 1964 e 1965. Estes capitais, por sua vez, direcionaram-se ao circuito de ganhos financeiros especulativos organizados ao redor da associação estabelecida entre indexação dos títulos públicos (ORTNs) via correção monetária e elevadas taxas de juros reais, mantidas para incentivar a contratação de capital externo pelo setor privado nacional.

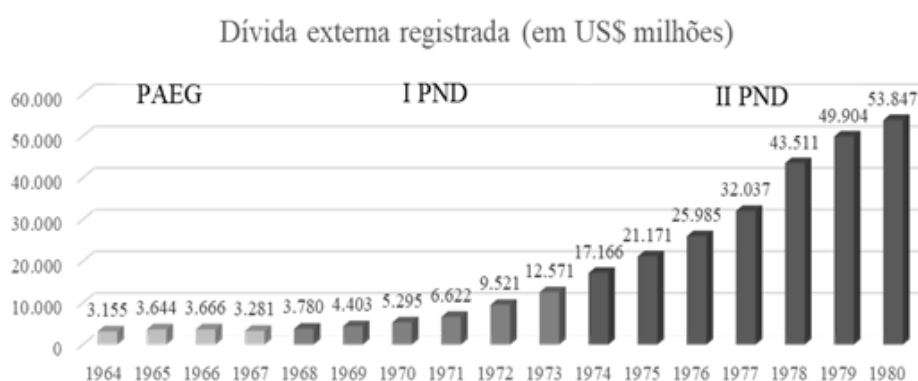
Embora as reformas de 1964 e 1965 tenham sido lançadas como meio para a execução do projeto de superação do hiato de recursos através da poupança externa, a institucionalidade criada para estimular o desenvolvimento do sistema financeiro brasileiro voltado ao setor produtivo, calcada em juros reais elevados e no curto prazo dos títulos públicos indexados à correção inflacionária, resultou diretamente na crise da dívida externa e

na aceleração inflacionária e legaram à dinâmica macroeconômica do País um circuito de ganhos financeiros abertamente rentista.

A ampliação do endividamento externo do País, qualitativamente vinculado ao capital de risco externo, esteve relacionada ao contexto de liberalização do sistema financeiro internacional, em um período em que a liquidez internacional foi ampliada com a expansão do mercado de eurodólares⁵⁵. Deste modo, a ampliação do endividamento externo no País coincidiu com a ampliação da liquidez proporcionada pelo aumento dos eurodólares. Em outras palavras, a economia brasileira foi “capturada”, juntamente com várias outras economias, num movimento geral do capitalismo financeiro internacional em busca de oportunidades de valorização. (CRUZ, Davidoff, 1984, p. 24)

Entre 1968 e 1973, a dívida externa brasileira havia crescido aproximadamente US\$ 9 bilhões, alcançando US\$ 12,571 bilhões ao final do I PND. No ano de 1974, o endividamento cresce novamente em US\$ 5 bilhões, chegando a US\$ 17,166 bilhões, conforme **Gráfico 1**. A tentativa de conter a inflação doméstica através da elevação das taxas de juros somada à frustração do crescimento esperado pelo II PND associou-se à ampliação da incerteza no cenário internacional, projetando forte aceleração especulativa sobre os títulos indexados no Brasil, refletindo na forte elevação do endividamento externo do País no período (TAVARES, 1983).

Gráfico 1. Dívida Externa registrada (US\$ milhões)



Fonte: Ipea Data. Elaboração Própria.

⁵⁵ EICHENGREEN, 2007; GOWAN, 2003; BRENNER, 2003; CHESNAIS, 1996; 2005; MILLET, TOUSSAINT, 2002; HARVEY, 2013.

Com as reformas de 1964 e 1965, instalou-se uma macroestrutura financeira em torno da formação e expansão da ciranda financeira, que atraiu, além do próprio Banco Central na condução da correção monetária, os bancos privados, corretoras, setor produtivo e outros grandes detentores de capital (BRAGA, 1998). Por sua vez, o estímulo à entrada de capital estrangeiro, que a partir de 1976 ganhou nova proporção como forma de garantir recursos para o pagamento da dívida externa. Contudo, tais recursos passaram a destinar-se ao circuito especulativo de ganhos financeiros estabelecido através da ciranda financeira, a qual atrelou o endividamento externo ao endividamento interno.

Em síntese, as reformas instituídas entre 1964 e 1965, buscavam oferecer estímulo e garantia à expansão do setor financeiro interno através de títulos da dívida pública com juros elevados e correção monetária frente à inflação. Contudo, a institucionalidade desenvolvida para o fomento do sistema financeiro privado em associação ao incentivo à contratação de empréstimos externos apresentou dinâmica inversa daquela pretendida inicialmente por seus formuladores. A condução proposta por Delfim Neto, em 1968, para a formação de monopólios bancários e industriais, também não caminhou na direção pretendida, ampliando, por sua vez, a operação rentista das empresas e das instituições financeiras sobre o circuito rentista descrito pela ciranda financeira. Ademais, mas não menos importante, segundo Davidoff Cruz (1983, 1984, 1995) os recursos estrangeiros que ingressaram no país, especialmente durante a década de 1970, não estiveram ligados à expansão produtiva observada no crescimento de 1968 – 1973, indicando que a entrada dos empréstimos, fortemente estimulada pelo Governo, dirigiu-se aos ganhos obtidos através da especulação conservadora tal qual descrita na ciranda financeira. Com a redução da liquidez internacional e o fim do ciclo de expansão econômica, o desaquecimento produtivo ampliou a busca por crédito externo para valorização junto à ciranda financeira como forma de garantir a cobertura do capital de giro das empresas, assim como modo de garantir o pagamento da dívida externa contraída.

Capítulo 3. A ciranda financeira em contexto de alta inflação

A passagem, vista no item anterior, do endividamento externo ao interno fez com que a economia do País durante o governo Figueiredo (1979 – 1985) piorasse ainda mais. As restrições ao fluxo de empréstimos externos foram agravadas com o segundo choque do petróleo ocorrido entre os anos 1979 e 1981. No mesmo período, se seguiu a forte elevação da taxa de juros norte-americana, que atingiu 20% a.a. no início de abril de 1980⁵⁶ e 21,5% a.a. em junho de 1981.

Tamanha elevação na taxa de juros norte-americana produziu efeitos recessivos sobre a economia e o comércio internacionais, afetando sobremaneira a condução e a rolagem da dívida externa brasileira, entre 1979 e 1980 (CRUZ, 1983, p. 70).

3.1 Indexação generalizada e adoção do *overnight*

Entre 15 de agosto de 1979 e 14 de março de 1985, a Seplan passou às mãos de Delfim Neto que, para desacelerar o crescimento da dívida externa e controlar o processo inflacionário em ascensão, conforme **Tabela XI**, procurou incentivar o setor externo da economia, a fim de garantir o giro da dívida externa e manter a promoção do setor industrial interno⁵⁷.

Tabela XI. Taxa de Inflação do período – IGPD – I (1979 – 1985)

Ano	IGPD-I	Ano	IGPD-I
1979	77,25	1983	210,89
1980	110,24	1984	223,81
1981	95,2	1985	235,11
1982	99,72		

⁵⁶ COUTINHO; BELLUZZO, 1983, p. 177; SERRA, 1981, p. 118.

⁵⁷ O setor agrícola voltado ao mercado de exportação, a importação de alimentos impactou diretamente o custo de vida das famílias, custo da produção de energia caro, a alta do petróleo repercutiu-se sobre transporte rodoviário, desaceleração da economia mundial, investimentos mal projetados. Tudo isso, refletiu-se em graves restrições em nosso balanço de pagamentos. (SERRA, 1981, p. 112-113)

Fonte: FGV. Elaboração Própria.

As minidesvalorizações diárias da moeda faziam parte do conjunto de medidas criadas para incentivar a obtenção de crédito externo. Após a maxidesvalorização de 30% do cruzeiro em 1979, o câmbio foi fixado em 1980 e novamente desvalorizado em 1983. As operações respaldadas pela Lei 4.131 e Resolução 63, lastreadas no câmbio pela Resolução 432, perderam a credibilidade que gozaram nos 15 anos anteriores (1964-79). Com as constantes desvalorizações cambiais, as empresas buscaram reduzir seus passivos em aberto em dólares junto ao BC, decorrentes de antigas movimentações de empréstimos estrangeiros. Em resposta ao volume de depósitos recebido, produziu-se um duplo desdobramento macroeconômico: a estatização da dívida externa do setor privado e a dolarização da moeda indexada.

As estratégias adotadas pela Seplan, tais como a desindexação de produtos de petróleo e derivados, a redução do cálculo da correção monetária⁵⁸, as maxidesvalorizações cambiais, o reajuste de preços administrados e a implementação de nova proposta de correção salarial – que passou a ser semestral⁵⁹ – não surtiram efeito algum sobre a aceleração inflacionária⁶⁰. A partir de novembro de 1980, o governo mudou a condução da economia e passou a adotar uma política abertamente recessiva⁶¹. Em 1981, com a adoção do reajuste semestral dos salários, deflagrou-se o período da superindexação (SIMONSEN, 1995), caracterizado pela aceleração generalizada dos preços. No período entre 1981 e 1983, a economia brasileira assistiu à crise do *open market* e entrou em recessão com o descontrole do endividamento externo e a queda do PIB em 4,25%, no ano de 1981, **conforme Tabela XII**.

⁵⁸ Em 1980 governo tentou um golpe de mágica, prefixando a correção para os 12 meses em 50% e a correção cambial em 45%. Nada contribuiu para a queda da inflação. (SIMONSEN, 1995, p. 6)

⁵⁹ O discurso inicial de austeridade foi posto de lado em agosto de 1979 (...) o governo se lançou na aventura de uma expansão monetária bitolada por um tabelamento de juros. (...) e, num acesso de generosidade populista, encolheu o intervalo legal de correção dos salários de 12 meses para seis meses (SIMONSEN, 1995, p. 5-6).

⁶⁰ Mesmo as cartas de intenções endereçadas ao FMI não sendo integralmente atendidas, foram feitos cortes nos investimentos públicos, redução das importações dos setores público e privado, facilitação de remessa de lucros ao exterior e a reformulação do cálculo do reajuste salarial, desta vez propondo reajustes diferenciados por faixas salariais, através do Decreto nº 2.065 que limitava os reajustes a 87% do índice de inflação (INPC).

⁶¹ Ainda à frente da condução econômica em 1980, Delfim Neto responsabilizou diretamente os credores internacionais, por um possível default (COUTINHO; BELLUZZO, 1983, p. 178-183).

O abandono desta política [heterodoxa] em favor de uma opção francamente recessionista em novembro de 1980 inverteu abruptamente aquela expansão “frágil”, provocando um movimento recessivo extremamente agudo em 1981 (REICHTUL; COUTINHO, 1981, p. 43).

Tabela XII. Variação real anual do PIB a preços de mercado (1979 – 1985)

Ano	PIB
1979	6,76
1980	9,2
1981	-4,25
1982	0,83
1983	-2,93
1984	5,4
1985	7,85

Fonte: Ipea data/ IBGE. Elaboração Própria.

O peso das empresas estatais no endividamento público em decorrência dos empréstimos contraídos externamente elevou-se, a partir de 1974, conforme pode ser observado no **Gráfico 2**, durante a condução do II PND, especialmente entre 1979 e 1982, período no qual as empresas acumularam elevado grau de endividamento e desaceleraram os investimentos (CRUZ, 1984; BARROS, 1993). O peso do endividamento decorrente dos empréstimos obtidos pelas empresas estatais somou-se à estatização das dívidas das empresas do setor privado.

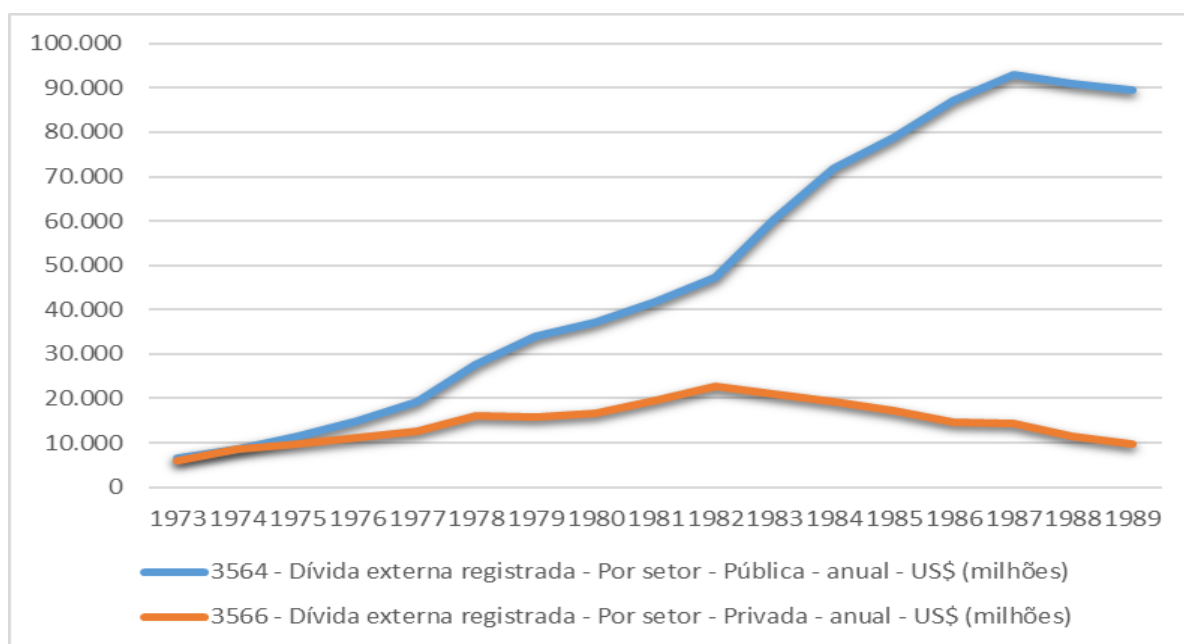
Em meio às sucessivas maxidesvalorizações cambiais e a manutenção de elevadas taxas de juros reais para contenção da inflação e do déficit comercial e de serviços, o setor privado passou a se valer das operações de empréstimo e financiamento com cobertura cambiais, de maneira acelerada a partir de 1983, através das operações contraídas no âmbito das normativas 4.131, 432 e 63 (BARROS, 1993, p. 4). As operações de empréstimo obtidas através das resoluções acima citadas permitiam a transferência ao BC da dívida em moeda estrangeira por meio do seu pagamento antecipado (Ibid., p. 8). O resultado dessa estatização das dívidas do setor privado pode ser observado no gráfico seguinte.

O Estado passou a assumir a liquidação contratual em moeda estrangeira do setor privado, assim como o risco cambial associado em meio a um contexto de forte desvalorização da moeda, instabilidade econômica, redução da liquidez e elevação das taxas de juros internacionais. Ao acionar as cláusulas de cobertura cambial dos contratos de empréstimo externo, a dívida externa do setor privado tornou-se estatizada, aumentando o endividamento público e a vulnerabilidade fiscal do Estado na conta externa (CRUZ, 1995). Com o aumento do passivo em dólares do BC, o Tesouro foi obrigado a emitir ORTNs com correção cambial para fornecer lastro à Autoridade Monetária.

Com o processo de estatização da dívida privada transcorrido por meio da Resolução 432, o BC passou a ser o fiador último dos empréstimos obtidos pelo setor privado junto aos bancos internacionais após o acordo com o FMI em 1982, como veremos adiante. Com a responsabilização final do BC sobre os contratos do setor privado junto ao sistema financeiro internacional.

A confiança do mercado em relação à correção monetária foi perdida com as reduções sobre o cálculo da correção monetária das ORTNs iniciadas em 1977 por Henrique Simonsen e aprofundadas com os expurgos propostos por Delfim Neto sobre o cálculo da correção monetária. Ao descrédito da correção monetária somaram-se as repetidas maxidesvalorizações cambiais que se sucederam a partir de 1979.

Gráfico 2. Dívida Externa pública e privada anual (US\$ milhões)



Fonte: IPEA. Elaboração Própria.

Tão grande era o nível de indexação da economia brasileira que, após as seguidas mudanças cambiais e alterações do cálculo da correção monetária das ORTNs, foi sobre a moeda indexada que ocorreu a dolarização. Após os sucessivos ajustes e perdas de credibilidade ocorridos, a moeda de referência dos contratos e da economia como um todo, a

moeda a ser dolarizada no Brasil foi a moeda indexada, quando as ORTNs emitidas pelo Tesouro passaram a ser dolarizadas⁶².

Em seguida (1982), houve nova tentativa da Seplan de reduzir o reajuste da correção monetária em meio ao processo de aceleração inflacionária. No contexto em que os indexadores conduzidos pelo governo foram perdendo espaço e credibilidade entre os contratos, após sucessivas mudanças em índices de cálculo e ajustes, estes foram sendo substituídos gradativamente pelo indexador financeiro oferecido pelo circuito *overnight*.

Em paralelo, o aumento da percepção da incerteza na economia reforçou a ação especulativa financeira sobre os títulos públicos indexados e impulsionou a indexação de títulos pós-fixados, por parte das empresas (OLIVEIRA, 2010b, p. 17), ou seja, um sinal de que a aceleração inflacionária não só era maior do que a registrada e compensada pelo índice oficial, mas que a tendência do mercado era buscar o indexador oferecido pelo mercado financeiro, a taxa *overnight*.

Os rendimentos obtidos no *open market* passaram a superar o desgastado mercado de títulos e contratos indexados às ORTNs. Foi nesse contexto de forte turbulência externa e de aumento da percepção de incerteza dos agentes para com a condução dos indexadores oficiais que a crescente poupança financeira presente na economia brasileira migrou para as operações diárias do *open*.

Em dezembro de 1982, tiveram início negociações para a liberação de empréstimo para o pagamento de juros da dívida externa junto ao FMI, uma vez que o governo passara a utilizar os estoques internacionais de moeda quando a entrada de capital estrangeiro passou a ser insuficiente para o pagamento do serviço da dívida externa.

A estratégia de controlar o desequilíbrio externo através da produção de *superávits*, desaceleração interna e arrocho salarial não resultou em redução inflacionária ou controle da dívida externa. Pelo contrário, ao final de 1983, a inflação ultrapassou os 200% ao ano, conforme **Tabela XI**. Mesmo com a melhora nas exportações brasileiras a partir de 1984 e a redução das importações dos setores público e privado, a dívida externa ultrapassou os US\$ 95 bilhões, em 1985⁶³.

⁶² A ampla adoção da institucionalidade da moeda indexada no Brasil barrou a dolarização da sua moeda. No mesmo período, o impacto da restrição de liquidez internacional junto ao crônico processo inflacionário propiciou a muitas economias latino-americanas a indexação de suas moedas ao dólar, como o caso do peso argentino

Tabela XIII. Dívida Externa (1979 – 1985) (US\$ milhões)

Ano	US\$
1979	49.904
1980	53.847
1981	61.411
1982	70.197
1983	81.319
1984	91.091
1985	95.857

Fonte: Ipea. Elaboração Própria.

A estratégia adotada no último ano da ditadura militar foi a de conter deliberada e artificialmente os preços administrados até o final de 1984, impondo ao Governo Civil a administração de uma expectativa inflacionária ainda maior.

3.2 Open market como espaço para especulação: o funcionamento do overnight, 1983 -1985.

Em 1983, as ORTNs cambiais eram os únicos títulos de dívida pública aceitos no sistema financeiro, o que acabou por dolarizar a emissão da dívida pública. O processo descrito de descrédito na correção monetária como indexador das ORTNs culmina com a indexação destes títulos à taxa do circuito *overnight*, i.e. a taxa de juros do mercado financeiro (BARROS, 1993, p. 7). Em resumo, o financiamento público realizado a partir da circulação de dívida indexada à variação cambial correu em paralelo ao processo de dolarização da moeda indexada.

A migração da poupança financeira e posteriormente dos demais depósitos do conjunto restante da economia para o *open market* deveu-se ao seu funcionamento diário e às garantias oferecidas pelo BC para o seu funcionamento frente a um acelerado processo de inflação que tomava conta da economia e corroía o valor da moeda nacional. Em 1983, a poupança financeira das empresas e das demais instituições financeiras encontrava-se investida em operações com títulos de curtíssimo prazo emitidos pelo Tesouro junto à mesa

do *open*. A maxidesvalorização de 1983 reforçou as posições dos aplicadores junto ao *overnight*.

Os títulos do *open market* contavam com o compromisso do BC de manter seus custos de carregamento menores do que a remuneração média dos demais títulos públicos disponíveis no mercado. Caso a remuneração dos títulos públicos disponíveis no mercado sofresse alteração, como, por exemplo, em decorrência da inflação, os valores dos títulos do *open*, indexados ao *overnight*, eram corrigidos.

Dito de outra forma, a fim de eliminar possíveis riscos e prejuízos à carteira de investidores, o BC garantia determinada rentabilidade dos títulos do *open* frente à remuneração média dos títulos públicos, compatível com a taxa diária média do mercado, a taxa *overnight*. Assim, diariamente o BC ajustava a remuneração dos títulos do *open* por um índice igual ou maior que o da inflação, através da recompra dos títulos.

Caso ainda não houvesse qualquer alteração na média das remunerações dos títulos públicos disponíveis no mercado, havia o compromisso de zeragem automática daqueles títulos presentes na carteira dos investidores que não encontrassem alocação no mercado. Os títulos que não encontrassem saída ao final do dia tinham a sua remuneração ajustada pelo BC pela taxa do mercado, a taxa *over*.

Isso era feito graças à liberdade de emissão de títulos públicos de que gozava o BC através da Lei Complementar nº 12⁶⁴, de novembro de 1971. O BC tinha autonomia sobre a emissão dos títulos que circulavam pelo *open market*, os quais se transformavam, em seguida, em moeda indexada ao serem remunerados pela taxa *overnight*. Desta forma, o Tesouro não possuía total controle sobre os títulos de dívida pública emitidos, assim como os recursos oriundos das operações não constavam no orçamento fiscal aprovado anualmente pelo Congresso Nacional. Tratava-se de um conjunto de operações opacas ao controle financeiro do governo.

Os dispositivos criados para a operação da mesa do *open market* tornavam a operação com os títulos isenta de riscos. Num cenário de gradativa corrosão dos demais indexadores e com o avanço da aceleração inflacionária, a poupança financeira da economia

⁶⁴ Um conjunto de reformas das contas e orçamento do governo foram executadas pelo então ministro da economia, Dilson Funaro (entre agosto de 1985 e abril de 1987), através da criação da Secretaria do Tesouro Nacional que passou a ser responsável pela centralização e gestão financeira do Orçamento da União, ou seja, pela administração da dívida mobiliária federal assim como do orçamento público. Após 1988, com a criação do Orçamento Unificado da União, a Lei Complementar nº 12 foi revogada, encerrando as emissões de títulos pelo BC junto ao mercado aberto e com isso eliminando o déficit, oculto, até então, das contas nacionais. Contudo, a separação entre Tesouro e Banco Central foi tema de nova reforma proposta em 2000, como veremos no capítulo seguinte, por meio da implementação da lei complementar nº 101, disponível em: < https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp101.htm>.

migrou seus recursos para a mesa diária do *open*, sendo remunerada pela taxa média de mercado, através da atuação de intermediários financeiros que lançavam os recursos de suas carteiras sobre os rendimentos do mercado aberto⁶⁵.

Como consequência, viu-se a corrosão da base monetária pelo “imposto inflacionário”, assim como a redução da capacidade de arrecadação do governo. Por sua vez, a zeragem automática garantia a endogenização da moeda ao sistema bancário e financeiro e o estabelecimento da taxa *overnight* como referência diária da moeda indexada⁶⁶.

Conforme a indexação se estabelecia nos canais diários do *open* pela taxa *over*, crescia o papel de referência desta taxa dentro da economia, por meio de uma moeda indexada, não mais sob o pleno controle do governo, mas por ele endossada. Recursos comprometidos com despesas diárias de empresas e famílias, tais como salários e fornecedores, aluguéis, saúde, educação e até mesmo alimentação, passaram a ser depositadas em aplicações remuneradas à taxa *overnight*. Isso só era possível pois o BC via-se obrigado a garantir a zeragem automática de todos os títulos comercializados no *open market* diariamente.

O estabelecimento de uma moeda endógena indexada à taxa *over* pressionava a atuação do Banco Central, por um lado, para garantir o próprio sistema de preços que a ele passou a estar atrelado e, por outro, para manter os juros acima da inflação no *open market* como forma de assegurar a estabilidade e o próprio funcionamento do sistema financeiro do País.

As aplicações do *overnight* garantiam aos seus aplicadores em um cenário de forte corrosão inflacionária ganhos reais líquidos descontados de impostos⁶⁷, graças à administração diária do BC, não como reflexo de um ajuste no mercado de moeda, ou da oferta e demanda por moeda pelo mercado.

O funcionamento do *open market* no Brasil não correspondia ao espaço de administração da Autoridade Monetária no mercado monetário sobre a disponibilidade de crédito e/ou liquidez na economia. Ao comprar ou vender títulos no *open*, o objetivo das Autoridades Monetárias é o de influenciar a quantidade de reservas/liquidez disponível no

⁶⁵ Entre 1983 e 1985, intermediários financeiros, com recursos captados junto ao mercado, compravam títulos com garantia de recompra diário. Os rendimentos pagos pela sua carteira estavam atrelados à ORTN, ou ao câmbio, já os recursos eram investidos diuturnamente em operações do *open*. Era uma operação de baixo risco diante da garantia de recompra e de rendimentos pelo BC, estratégia de incentivo adotada desde a implementação do *open market*, em 1969.

⁶⁶ Os recursos aplicados no *open market* eram remunerados com base no cálculo feito pela Autoridade Monetária sobre a previsão diária da inflação e eram divulgados pelo indexador ORTN fiscal.

⁶⁷ O imposto de renda incidia apenas sobre valores que excedessem a variação da ORTN fiscal, tanto na fonte quanto sobre os balanços empresariais (BARROS, 1993, p. 11).

sistema bancário, através da sua atuação junto à carteira de grandes instituições do sistema bancário, os *dealers*. Devido ao tamanho das operações executadas pelo Banco Central, busca-se influenciar disponibilidade de reservas do sistema bancário e, deste modo, realizar o ajuste de liquidez desejado na economia (BARROS, 1993, p. 13), p que seria o funcionamento padrão esperado para um Banco Central moderno.

Contudo, essa não era a operacionalidade desempenhada pelo BC brasileiro em meio à difusão e à ampliação das aplicações junto ao sistema *overnight* na década de 1980. Os títulos públicos administrados pelo BC junto ao *open market* não buscavam influenciar as reservas/estoques de liquidez do sistema financeiro, mas sim garantir um rendimento mínimo, acima da inflação, aos seus aplicadores.

No funcionamento do *open market* brasileiro durante a década de 1980, quem ditava o volume de reservas bancárias eram sempre os agentes econômicos via ajuste da posição de títulos públicos⁶⁸, os quais ao final do dia contavam com a zeragem automática pelo BC. Ademais, outra característica do funcionamento do *open market* brasileiro durante a década de 1980 é que a atuação do BC não era estabelecida junto à carteira de *dealears* selecionados, mas de instituições financeiras que diuturnamente aplicavam volumosos recursos no *open* em busca da zeragem automática de seus recursos e/ou da recompra dos mesmos pelo BC com taxas de juros superiores à inflação.

O *open market* tornou-se o espaço privilegiado com garantia de ganhos reais aos detentores de riqueza, em meio a um contexto recessivo em que se somavam a crise externa e a aceleração inflacionária interna. Isso significa que boa parte dos recursos disponíveis na economia viu-se comprometida com a reprodução de riqueza velha, através de investimentos conservadores em títulos públicos com garantia de recompra e de curtíssimo prazo, proporcionado pelo sistema financeiro brasileiro com a participação direta da autoridade monetária, como tentativa de evitar a hiperinflação⁶⁹.

⁶⁸ BARROS, 1993, p. 13; CARVALHO, 2001; SENNA, 2010.

⁶⁹ Para mais: KEYNES, 1930. V.I, cap. XV.

3.3 Plano Cruzado e a Indexação financeira

Ao assumir a presidência da Nova República em 15 de março de 1985, a prioridade do governo Sarney era a de reduzir a taxa de crescimento da inflação, que, em 1984, havia ultrapassado os 200%, conforme apresentado na **Tabela XI**. Com Francisco Dornelles à frente da condução econômica a partir de agosto daquele ano, a estratégia adotada pelo governo civil foi abertamente ortodoxa e contou com a suspensão da oferta de novos empréstimos por bancos públicos (exceto o Banco do Brasil e o Banco Central) por 60 dias, redução do orçamento fiscal em 10%, congelamento dos preços administrados, modificação do cálculo da correção monetária e cambial, entre outras mudanças (ANDRADA, 2021).

A estratégia de Dornelles era a de que através de um controle dos gastos públicos, a inflação seria contida pela desaceleração da base monetária. Através dos cortes fiscais, pretendia-se conter as expectativas que retroalimentavam a aceleração inflacionária. Entretanto, as propostas acabaram por realimentar o moinho da especulação financeira, fator essencial da pressão inflacionária, levando o índice de inflação a 235% ao final de 1985.

Em agosto de 1986, com Dílson Funaro à frente do Ministério da Fazenda e João Sayad no Planejamento, foi apresentado um novo conjunto de propostas para a estabilização econômica do País, visando ao controle das expectativas do mercado com posterior implementação de uma nova moeda, o Cruzado.

A equipe que formulou o Plano Cruzado tinha em mente que a capacidade de elaboração e gestão da Política Monetária no contexto brasileiro era extremamente limitada, tendo em vista que o mercado *open* era utilizado como fonte de renda de detentores de títulos com direito de recompra e não como espaço de influência da Autoridade Monetária sobre a liquidez existente no sistema bancário, como já discutido⁷⁰.

Para criar condições para a atuação da Autoridade Monetária era necessário desconstruir, então, a correlação existente entre o mercado *open* e a preferência dos investimentos financeiros no País. Dito de outro modo, era preciso desfazer a conexão que endogenizava a moeda indexada ao *overnight*.

O desafio era dos maiores, pois a ciranda instalada sobre o *open market* através dos ganhos obtidos com o *overnight* àquela altura lastreava as operações do sistema financeiro nacional e era fator de referência na formação dos preços, pois a moeda indexada era a

⁷⁰

(BIER, Amaury G. PAULANI, Leda. MESSENERG. Roberto, 1987)

referência de valor diário da economia. Para execução de qualquer política de controle inflacionário no contexto da moeda indexada ao *overnight* era necessário desvincular a poupança financeira do mercado aberto.

A proposta de reduzir bruscamente a inflação visava atingir simultaneamente a poupança financeira e a moeda indexada, para que o volume de recursos disponíveis no mercado financeiro fosse em busca de outras operações. A equipe do Plano Cruzado antevia esta situação e buscou oferecer títulos públicos com juros nominais flutuantes que refletissem as expectativas do mercado financeiro sobre a inflação e a condução da política monetária. Os títulos contavam com maior prazo de maturação e não possuíam correção monetária, e eram uma alternativa de investimentos para parte dos recursos que buscavam anteriormente a ciranda financeira como forma de obter rendimentos diários.

Por outro lado, esse choque desinflacionário tinha por objetivo interromper a ciranda especulativa diária sobre o *open*, para que, então, fosse eliminada a norma de recompra e zeragem automática diária da carteira de títulos dos bancos comerciais.

Dessa forma, buscava-se desarticular a ciranda formada entre moeda indexada e o sistema *overnight* sobre as operações do mercado aberto, permitindo à Autoridade Monetária e ao governo reestabelecer os canais de política monetária para realizar a administração da liquidez do sistema bancário, sem comprometer a formação dos preços dos ativos e o funcionamento do sistema financeiro do País.

O objetivo era o de recompor as expectativas e a curva de preços e tarifas para a posterior implementação do Plano Cruzado. Para reduzir as distorções presentes na economia, um novo índice de preços foi adotado, o IPCA calculado pela FIBE, em substituição ao IGPdi calculado pela FGV. Entretanto, o Cruzado foi implementado antes da estabilização de preços e antes mesmo de uma reforma do sistema financeiro brasileiro. Em 28 de fevereiro de 1987, era oficialmente lançado o Plano Cruzado.

3.4 A execução do Plano Cruzado

A tentativa de estabilizar a inflação através de um choque para desmontar a ciranda especulativa que se instalou sobre o *open market* alcançou, em um primeiro momento, seus objetivos, conseguindo renovar a expectativa sobre a inflação futura e desconectar a relação especulativa entre o *open market* e o sistema *overnight*, ao mesmo tempo em que era

suspensa a zeragem automática e a recompra dos títulos. Dessa forma, a moeda deixava de ser endogenizada pelo sistema bancário através da taxa *overnight*.

Contudo, os saldos dos *income* e *business deposits*⁷¹ anteriormente dirigidos aos rendimentos do *open* não foram redirecionados às opções oferecidas pela equipe que havia elaborado o Plano Cruzado. O conjunto de *cash deposits*⁷² encontrava-se junto ao sistema depositado no *open* contra as perdas diárias da inflação, porém não possuíam a origem dos demais *saving deposits*⁷³, que compunham a poupança financeira em geral. Em consequência da sua origem e destinação, ao eliminar a ciranda da moeda indexada, os recursos que antes buscavam cobertura inflacionária para a realização de compromissos diários, tais como despesas pessoais e demais transações de negócios, passaram a estar disponíveis em um contexto econômico de estabilidade inflacionária e consumo reprimido⁷⁴.

Quanto ao sistema financeiro, as propostas foram implementadas quando o Plano Cruzado já dava sinais de colapso. Com isso, propostas que visavam a eliminar o complexo que constituía a institucionalidade da moeda indexada – a incidência de imposto de renda sobre transações financeiras de curto prazo, criação do interbancário e lançamento do título público com taxa de juros flutuante, a LTN de curto prazo, com o objetivo de estimular a formação de expectativas sobre a inflação futura e não mais remunerar os títulos sobre a inflação passada – não chegaram a ser executadas plenamente. Com a corrosão da estabilidade inflacionária, a proposta de juros flutuantes sobre as expectativas de inflação não entrou em funcionamento sob as condições previstas.

Com o retorno da pressão inflacionária e o fracasso do plano de estabilização, assistiu-se a rápida recomposição das condições de indexação anteriores na economia, com a

⁷¹ Depósitos de rendimentos e depósitos de negócios, são aqueles depósitos em dinheiro, *cash deposits*, que se dirigem às transações e pagamentos correntes, em conjunto formam os chamados depósitos em dinheiro *saving deposits*. Conforme Keynes, *income deposits: Deposits of this kind, replenished by individuals out of their personal incomes and employees by them to meet their personal expenditure and their personal savings, we shall call income deposits. Business deposits: Further, as in the case of personal expenditure, so also in the case of business expenditure, the precise date at which obligations will fall due cannot always be foreseen, so that it is convenient to keep a margin against contingencies.* (KEYNES, 1930. V.I, cap. III. p. 30-31)

⁷² *The amount of the savings deposits depends upon the comparative attractions, in the mind of the depositor, of this and of alternative securities; whilst the amount of the cash deposits depends upon the volume and the regularity of what he receives and pays by means of cheques and the length of the interval between receipts and expenditure.* (Ibid., p. 33)

⁷³ *Is the criterion of a savings deposit that it is not required for the purpose of current payments and could, without inconvenience, be dispensed with if, for any reason, some other form of investment were to seem to the depositor to be preferable.* (Ibid. p. 32)

⁷⁴ Os depósitos em dinheiro foram reestabelecidos ao circuito bancário, no qual o compulsório de 38% não foi o bastante para conter o impacto sobre o crédito de uma massa de recursos representava a época 5% do PIB, gerando um novo desequilíbrio ao sistema. Para autores como Mendonça de Barros, o maior erro técnico no Plano Cruzado foi a não contenção dos recursos que alimentaram a explosão de consumo no breve período de estabilização proporcionado pelo Plano de estabilização. (BARROS, 1993)

concentração das alocações em busca das garantias e rendimentos proporcionados pela moeda indexada ao *overnight*.

A demanda de consumo reprimida por anos de convivência com elevados índices de inflação, associada à redução dos preços nos primeiros meses de implantação do Plano Cruzado, compunham os elementos do que ficou conhecido como “cultura inflacionária”⁷⁵. A grande demanda por bens e serviços provocou uma crise de desabastecimento e tornou insustentável a estratégia de congelamento de preços.

A elevação das taxas de juros para promover a desaceleração do consumo traria perdas aos detentores de títulos do governo em decorrência da desindexação promovida pelo Plano Cruzado. Para garantir a manutenção do financiamento público e a liquidez do sistema financeiro, os planejadores do Plano Cruzado lançaram um novo título indexado à taxa básica de juros do mercado, as LBCs⁷⁶, na contramão das reformas institucionais planejadas para modernizar as contas fiscais da União e separar Tesouro e Banco Central.

O novo título indexava-se à taxa *over* e possuía zeragem automática diária. A nova institucionalidade da moeda indexada permitia simultaneamente a uniformização dos vencimentos dos contratos e zeragem automática diária, dispensando o BC da sinalização da taxa de juros e do processo de recompra dos títulos. Com as LBCs, a Autoridade Monetária sinalizava a taxa de juros diária da moeda indexada por meio do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia de títulos públicos, o sistema Selic.

Com a desintermediação do processo de recompra pelo BC e a adoção da taxa de juros do circuito *over* como indexador das LBCs, a fixação da taxa de juros dos títulos de curtíssimo prazo através do Selic promoveu ganho de autonomia ao sistema financeiro em detrimento da condução monetária da economia. O efeito colateral das características do novo título foi a migração efetiva de todo o sistema para o mercado diário, imputando aos agentes uma orientação de curtíssimo prazo⁷⁷ (OLIVEIRA, 2010b, p. 15)

A proposta buscava reestabelecer a liquidez dos títulos públicos de curto prazo – no caso, de curtíssimo prazo – com a adoção da taxa *over* com dois objetivos: i) reestabelecer a estabilidade do sistema financeiro e reduzir a exposição das instituições ao risco; e ii) promover o financiamento público do Estado com o reestabelecimento da confiança do indexador do título de dívida pública, as LBCs.

⁷⁵ BIER, Amaury G. PAULANI, Leda. MESSEMBERG, Roberto

⁷⁶ LBC indexada à taxa *over* conforme Resolução nº 1.124, de 15 de maio de 1986

⁷⁷ Cf. BARROS, 1993, p. 18.

A chantagem conseguida com a ameaça de colapso do sistema de preços e o compromisso do BC em manter um juro real positivo no Open criaram condições para manter-se em funcionamento o nosso sistema financeiro., mesmo com taxas de inflação muito altas. (BARROS, 1993, p. 11)

Oficialmente o indexador deixou de estar atrelado a um índice de inflação e passou, então, a estar ligado à taxa média de juros das operações diárias do sistema financeiro sinalizadas pelo Selic. Com a associação do Selic à zeragem automática houve a requalificação do circuito de ganhos financeiros baseado nos títulos públicos indexados de curto prazo e taxas de juros reais elevadas. Durante a primeira metade dos anos 1980, os juros reais do *open* oscilaram entre 14% a.a. e 24% a.a. (BARROS, 1993, p. 11). Efetivamente, a nova institucionalidade promovia a indexação financeira dos títulos públicos.

Em 1987, a inflação voltou a acelerar e com ela a busca pelas operações diárias no *open market*, que passavam a ser lastreadas pelas LBCs e remuneradas pela taxa média de juros do mercado, divulgada pelo Selic. As operações de mercado aberto realizadas junto aos intermediários do sistema bancário e financeiro passaram a ser lastreadas por um título com garantia de recompra emitido pelo Banco Central, remunerado à taxa básica de juros do mercado⁷⁸. Em outras palavras, o circuito financeiro estabelecido por meio da indexação dos títulos públicos ao curto prazo e altas taxas de rendimentos reais estabeleceu-se institucionalmente com a indexação das LBCs à taxa de juros do *overnight*.

No sentido contrário da desconstrução do seu arcabouço, a recondução da moeda indexada a institucionalizou e ganhou transparência fiscal. Através da Constituição Federal de 1988, as operações do *open market* tornaram-se transparentes, ou seja, a quantidade de depósitos no mercado aberto e a sua relevância junto às carteiras dos intermediários financeiros tornou-se pública.

Com a institucionalização do *overnight* como indexador das LBCs em contexto de forte aceleração da inflação, o efeito colateral foi a poupança financeira alocar seus recursos junto ao *open market*. Em outras palavras, com o fracasso do Plano Cruzado, a taxa média de juros do mercado passou a ser a taxa de referência de remuneração de títulos da dívida pública de curtíssimo prazo (OLIVIERA, 2010b, p. 15).

⁷⁸ A partir de 30 de dezembro de 1986, as Cadernetas de Poupança novas passaram a ser indexados às LBC, indexadas por sua vez a taxa over, conforme resolução CMN nº 1.217.

As OTNs foram indexadas mensalmente às LBCs, conforme a resolução nº 1.216, de 24 de novembro de 1986.

A emissão de CDB pelos bancos com financiamento diário em *overnight* se tornou legal, popularizadas a partir de outubro de 1986 (OLIVEIRA, 2010b, p. 16).

Entre 1987 e 1990, a inflação voltou a acelerar e alcançou os quatro dígitos, conforme **Tabela XIV**. Os seguidos fracassos dos planos de estabilização que se seguiram, aumentavam o descrédito junto ao restante da economia. Nesse contexto, aqueles que tinham a oportunidade alocaram seus depósitos no *open market*. Com a operação do sistema Selic, a taxa média diária traduzia não mais a inflação passada, mas a expectativa dos agentes sobre a inflação futura, o que permitiu, no segundo semestre de 1989 um rendimento de 200% a.a., projetado a partir de uma inflação que acelerava a uma taxa de 15% ao mês (BARROS, 1993, p. 18).

Tabela XIV. Inflação do período (1986 – 1990)

Ano	IGD - I	Ano	IGPD - I
1986	65,03	1989	1782,89
1987	415,83	1990	1476,71
1988	1037,56		

Fonte FGV. Elaboração Própria.

3.5 O Plano Collor

Após o Plano Cruzado sucederam-se outras tentativas de controle da inflação através do controle dos preços, igualmente fracassadas.

O Plano Brasil Novo, o qual ficou conhecido por Plano Collor, buscou associar a estratégia de congelamento de preços com o bloqueio da liquidez dos haveres financeiros, em uma tentativa de impedir que se consolidasse um processo em hiperinflação (CARVALHO, 1996).

O bloqueio de liquidez dos haveres financeiros, conhecido como sequestro da poupança⁷⁹, estava associado a medidas de estabilização monetária, como o congelamento de

⁷⁹ Depósitos à vista e cadernetas de poupança, liberação imediata de até Cr\$ 50MIL. Aplicações overnight e contas remuneradas, liberação imediata de Cr\$ 25 mil, ou 20% do total, valendo o maior; Fundos e depósitos a prazo, 20% do total; Títulos e depósitos do ativo das instituições financeiras submetiam-se ao mesmo regime. Além do papel moeda e dos depósitos à vista, a conversão imediata foi estendida à parcela inferior a NCz\$ 50 mil de todas as cadernetas de poupança (cerca de 83% das contas, 19% do salto total p.76). Os valores em cruzados novos bloqueados permaneceriam recolhidos no BC por 18 meses, passando a ser liberados em 12

preços. Também foram mantidas as políticas econômicas de médio prazo que já vinham sendo praticadas anos anteriores, especialmente após a condução de Maílson da Nobrega, a partir de janeiro de 1988 durante o Governo Sarney⁸⁰ - a exemplo da desregulamentação cambial, com a adoção da taxa flutuante, que vinha sendo utilizada desde janeiro de 1989, no dólar turismo, a abertura comercial da economia com a redução de taxas e barreiras comerciais, que vinham acontecendo desde julho de 1988, à exceção da desintermediação financeira trazida pelos elaboradores do Plano Collor. Todavia, o elemento central do Plano Collor, que o caracteriza de forma precisa e o distingue com nitidez de outros programas de estabilização foi o bloqueio da liquidez dos haveres financeiros (CARVALHO, 1996, p.22).

Assim como os demais planos de estabilização de preços, a proposta era a de interromper a aceleração inflacionária abruptamente. A partir da experiência do fracasso do Plano Cruzado, o propósito do bloqueio da liquidez financeira era o de impedir a remonetização da economia. O anúncio do confisco dos saldos disponíveis na poupança, na conta corrente e em aplicações financeiras de todos os correntistas do país foi feito em 16 de março de 1990, dia seguinte à posse do novo Governo. Ao mesmo tempo, a proposta também procurava proporcionar imediato alívio à dívida pública, pressionada pelos gastos originados pelos juros do over - condição que, vale frisar, facilitou a preparação do Plano Real (CARVALHO, 1996),

A proposta buscava interromper a ciranda financeira e a aceleração inflacionária por ela promovida, o que àquela altura significava interromper o circuito overnight, com o fim da zeragem automática⁸¹ e os rendimentos financeiros obtidos junto ao mesmo - justificando, para os seus formuladores, o bloqueio dos haveres financeiros.

Segundo Carvalho, o conjunto de ideias⁸² no qual os economistas à frente do Plano Brasil Novo haviam se fundamentado almejava reunificar a unicidade da moeda perdida com a acelerada valorização financeira promovida pela ciranda financeira. Com a unidade da moeda restabelecida, segundo os planejadores, o BC passaria a ter o controle de oferta de moeda e passaria a conduzir a remonetização da economia, restaurando a capacidade de condução monetária do Banco Central⁸³. Segundo Carvalho

parcelas mensais. Durante o bloqueio, receberiam juros de 6% ao ano mais correção monetária. Cobrança extraordinária de 8% de imposto sobre operações financeiras – IOF sobre haveres não monetários. (Cf. CARVALHO, Carlos, 1996, p. 21)

⁸⁰ (SALLUM, Jr. 2015, p. 44)

⁸¹ (Cf. CARVALHO, 1996, p. 94)

⁸² Para BELLUZZO e ALMEIDA (1990), em sua proposta de bloqueio da liquidez dos ativos financeiros, a reforma vinha ao encontro de resgatar a unidade monetária p. 140. Cf. CARVALHO, 1996, p. 140.

⁸³ (Cf. CARVALHO, 1996, p. 208)

O plano pretendia impedir a criação de liquidez instantânea e automática que podia ser feita unilateralmente pelos detentores da moeda indexada, haveres financeiros não-monetários de alta liquidez. O diagnóstico do Plano não era de que estes fossem iguais a M1, como argumenta Pastore (1991), mas sim de que eles podiam ser transformados em M1, de imediato e inteiramente à revelia do BCB. (1996, p.4)

A rápida remonetização foi inerente ao bloqueio da liquidez, diante da natureza essencialmente monetária de uma economia capitalista⁸⁴, bem como Na execução do Plano, deparou-se com a impossibilidade de controlar adequadamente com a remonetização acelerada com o conjunto de medidas propostas, especialmente junto às instituições financeiras, como das condições da econômicas do país ligadas à restrição de liquidez externa. Deste modo, o descontrole inflacionário subsequente não se deu por questões estritas à execução do plano, mas pela própria natureza do bloqueio. Tratou-se, portanto, de um instrumento inadequado para enfrentar problemas decorrentes da rápida monetização que acompanha a brusca interrupção de inflações elevadas (CARVALHO, 1996)

O sistema bancário passou a absorver grande parte da liquidez através dos títulos privados, majoritariamente CDBs⁸⁵. Ademais, pela forma como o Plano Collor foi planejado e conduzido, sem transparência e de modo abrupto, as informações interbancárias e dos bancos junto ao BC haviam tornado a liquidação diária das instituições objeto de difícil condução. O BC continuava a atuar o mercado monetário para salvaguardar as instituições financeiras diariamente.

Na prática, o mercado continuou se orientando pela intervenção diária do BCB, agora realizada ao final do dia. Com as dificuldades operacionais do sistema Selic os bancos tinham que operar sem saber qual era sua posição de caixa. Para evitar problemas, o BCB financiava as instituições que precisassem de dinheiro, praticando taxas overnight que refletiam a sua avaliação sobre os desdobramentos do programa de estabilização. (CARVALHO, 1996, p. 94)

O BC manteve seu compromisso de regular o juro e o nível da liquidez da economia a partir do mercado aberto. Contudo, não houve alteração no comportamento dos agentes econômicos, os quais continuaram atrelados ao circuito over, ou seja, não houve modificação das características rentistas presentes na economia do país. Nem mesmo o

⁸⁴ (Cf. CARVALHO, 1996, p. 203)

⁸⁵ Ibidem, Cf. p.81.

bloqueio da liquidez eliminou a propensão dos agentes em buscar pelos ganhos obtidos através da moeda indexada, deste modo, houve o retorno do over.

Contudo, as demais medidas associadas a estratégia do bloqueio da liquidez dos haveres financeiros abriram caminho para a implementação do Plano Real, em 1º de julho de 1994, por meio do então presidente Itamar Franco, vice da chapa Fernando Collor⁸⁶. A expressão Plano Collor passou a referir-se apenas ao bloqueio, embora as demais medidas econômicas tenham influenciado muito mais profundamente o futuro do País (CARVALHO, 2006). Dentre as medidas que encontraram continuidade nos anos seguintes com o Plano Real, destacam-se as privatizações, promovidas com a criação do programa de desestatização, a abertura do comércio exterior com a liberação das importações, ou seja, o fim dos controles de importação, e redução do aparelho público⁸⁷. Mesmo o esforço de alterar favoravelmente as condições de negociação da dívida externa não alcançaram êxito pretendido durante o Governo Collor, o qual, apesar de todas as tentativas de negociação, não conseguiu retomar ao circuito da liquidez internacional⁸⁸.

3.6 Ciranda Financeira como forma política

O principal instrumento da operacionalidade da política monetária corresponde às operações de mercado aberto (*Open Market*), a partir do qual ocorre o atingimento da meta operacional, a saber, a taxa de juros de curto prazo, no caso brasileiro, a taxa Selic.

Idealmente, a Autoridade Monetária busca alcançar seus objetivos através da manipulação das reservas monetárias do sistema bancário. A condução da política monetária é feita através da atuação do BC junto ao mercado aberto, onde há espaço para influenciar o

⁸⁶ A despeito do bloqueio da liquidez dos haveres financeiros e das medidas de orientação neoliberal, não foi isso que moveu a maioria das forças políticas, partidárias e societárias que se uniram contra ele em torno da abertura do processo de impeachment, pois o que os partidos e parlamentares demandavam era compartilhar os recursos do Executivo (Cf. SALLUM, 2015, p. 395 - 396).

⁸⁷ (Cf. CARVALHO, 1996, p.20)

⁸⁸ Ibidem. p. 206. Estes elementos limitavam as possibilidades de utilização agressiva da política cambial como suporte ao controle das pressões inflacionárias, nos moldes do que faria o Plano Real anos depois. O nível de reservas e a virtual impossibilidade de atrair fluxos de capitais de curto prazo, ao lado da falta de apoio financeiro externo, tornavam a balança comercial uma variável muito delicada (CARVALHO, 1996, p. 184)

estoque de liquidez disponível no sistema bancário e, assim, implementar seu planejamento sobre o conjunto da economia⁸⁹.

A título de exemplo, o funcionamento do ajuste de equilíbrio proposto pelo Banco Central em um contexto sem presença de moeda indexada, ocorre do seguinte modo: para reduzir a atividade econômica, via aumento do custo final de capital, ou seja, através da redução das reservas bancárias, o BC vende títulos no mercado, mediante operações de *open market*. Com efeito, ocorre uma contração da liquidez no interbancário e, desta forma, um aumento da taxa básica de juros.

Contudo, sob a institucionalidade da moeda indexada com zeragem automática pelo BC, a condução do canal de ativos pelo BC tinha caráter passivo e não conduzia à redução da liquidez do sistema financeiro. A zeragem automática tornava as operações dos bancos isentas de riscos, pois, ao final do dia, caso os títulos não encontrassem saída junto ao mercado, seriam automaticamente recomprados pelo BC. Ao mesmo tempo, as operações sem risco eram altamente rentáveis, pois, ao serem indexadas pela taxa básica de juros, a taxa *over*, as instituições bancárias obtinham elevada remuneração com taxas de juros reais (OLIVEIRA, 2010b, p. 17).

A condução da política monetária sob a moeda indexada permitia aos bancos operarem com grandes *spreads* (diferencial de juros entre o custo dos empréstimos tomados e os juros recebidos sobre empréstimos realizados), em decorrência do custo de oportunidade das instituições entre investir a liquidez bancária em títulos indexados à taxa diária do *over*, ou oferecer crédito ao mercado. Logo, o custo final do *spread* do setor tinha por referência o piso da remuneração obtida com operações no *open market*. Os aplicadores, por sua vez, investiam seus recursos em ativos de alta liquidez e garantia informal de retorno real (OLIVEIRA, 2010b, p. 17).

Através da zeragem automática, instituída em associação à remuneração das LBCs pela taxa do circuito *over*, os bancos transformavam a liquidez do sistema em criação de moeda endógena. Portanto, a condução monetária do BC não reduzia a liquidez do interbancário, nem do restante das instituições financeiras. Sob a moeda indexada, a política monetária incentivava a ampliação da liquidez através da criação de moeda de crédito pelas

⁸⁹ O Banco Central por meio das operações de compra e venda no *open market* busca influir sobre o custo final de capital, ou seja, as intervenções das Autoridades Monetárias buscam influenciar no mercado de crédito, e com isso afetar a atividade econômica, na decisão dos indivíduos e de empresas sobre consumo e investimento. Ao influir sobre o custo de capital, ocorrem possíveis flutuações sobre o valor dos ativos impactando na tomada de posição sobre o perfil de investimento do mercado, como, por exemplo, incentivando o mercado de ações ou de títulos públicos. As intervenções sobre o custo final do capital também atuam sobre a formação da taxa de câmbio, que por sua vez, impacta sobre a dinâmica do comércio exterior.

instituições financeiras, enquanto encarecia o custo do crédito e reduzia a atividade econômica.

Ou seja, os títulos disponibilizados no *open* eram ineficazes para regular o volume de reservas do sistema, pois a zeragem automática de mercado recompunha a liquidez no sistema. É neste contexto que as quase-moedas solidificam a ciranda financeira (TAVARES, 1978a, p.182).

Ao vender títulos no *open* para influenciar a liquidez dos bancos e restringir a oferta de crédito no sistema bancário, ocorria o aumento da taxa de juros do mercado, aumentando o custo final do capital. Contudo, não havia através dessa operação a redução da aceleração inflacionária, pois a taxa *over* do mercado também se elevava e com isso lançava novamente água no moinho especulativo da ciranda financeira, ou seja, aumentava a remuneração dos títulos negociados no *open*, e assim sucessivamente.

Por sua vez, a tentativa de reduzir a reserva do sistema bancário era anulada pela zeragem automática dos títulos ao final do dia, quebrando o circuito de redução das reservas e o aumento do custo final do capital.

A institucionalidade da moeda indexada, portanto, impedia a Autoridade Monetária brasileira de administrar as condições monetárias da economia e, desta forma, viabilizar a estabilização dos preços.

Através da moeda indexada, a ciranda financeira que se instalou em seu entorno com o fim do ciclo expansivo de 1968 e 1973 anexou o crescimento do endividamento externo ao interno, como pode ser observado especialmente durante a década de 1970 e 1980.

A política monetária passou a ratificar a ciranda permanentemente frente ao um conjunto importante de agentes na economia, os grandes detentores de capital, que passaram a atrelar cada vez mais a sua dinâmica de acumulação à lógica financeira, à lógica da ciranda (BELLUZZO; ALMEIDA, 2002).

O Estado assumiu o ônus do ajustamento para garantir ao setor privado uma possibilidade de acumulação, no caso, vinculada ao setor financeiro. Frente à recessão, o Estado ofereceu uma possibilidade de ajustamento ao setor privado como forma de contornar qualquer possibilidade de desestabilização dos preços dos ativos, por meio dos títulos públicos e os juros pagos, alavancados por inflação gestada dentro da própria ciranda.

Por sua vez, o endividamento público veio a ser cada vez mais determinado pela lógica financeira, e não necessariamente vinculado à política de incentivo produtivo, de cunho desenvolvimentista. Estabeleceu-se, assim, um auto reforçar do endividamento público através da lógica financeira.

O sistema financeiro brasileiro distanciou-se cada vez mais de sua lógica produtiva, posto que sua dinâmica de acumulação preferencial foi endossada pela administração da política monetária, que penalizou os ganhos produtivos e premiou a especulação, em seu próprio espaço para condução e influência sobre o mercado monetário, o *open market*⁹⁰.

Por sua vez, o mecanismo de indexação das quase moedas frente às perdas inflacionárias não estendeu seus benefícios à maior parte da população sem acesso a produtos e serviços financeiros, ou seja, restritos à circulação de moeda forçada. A ciranda criada entorno da moeda indexada proporcionou a fragilização fiscal do Estado ao estatizar a dívida privada externa, ao acoplar o crescimento do endividamento interno ao externo e ao passar a ser endossada pela política monetária e, por que não dizer, política econômica dos governos seguintes.

Como veremos no próximo capítulo, o funcionamento institucional pelo qual a ciranda financeira se reproduziu, com a disfuncionalidade do sistema financeiro para promover crédito e financiamento de médio e longo prazo ao setor privado, e a reduzida eficiência na condução da política monetária e da gestão da dívida pública, acabou mantido na construção do Plano Real. A organização do circuito de ganhos financeiros rentistas foi conservada mesmo diante da estabilização de preços alcançada com a introdução do novo Plano.

A institucionalidade que promove a ciranda financeira apresentou metamorfoses ao longo do tempo, adaptando-se às mudanças ocorridas na economia brasileira. É lícito afirmar que a dinâmica financeira instaurada após as reformas de 1964 e 1965, tal qual definida por Maria da Conceição Tavares, se perpetuou através de adaptações e mudanças que garantiram a manutenção do eixo pelo qual o circuito rentista continua em funcionamento, de forma cada vez mais sofisticada.

A conservação da ciranda financeira por mais de cinco décadas reflete a forma particular do processo de constituição do capitalismo financeiro no Brasil, o qual seguiu premiando a especulação e penalizando o investimento produtivo e, por sua vez, indica a persistência com que o rentismo se instalou sobre a condução macroeconômica do País. Entre a sua gênese junto às reformas propostas pelo PAEG, que visavam o fomento do financiamento privado doméstico, e as metamorfoses que se seguiram até a aceleração

⁹⁰ Cf. BRAGA, 1998. BELLUZZO; ALMEIDA, 2002.

inflacionária da década de 1980, os ganhos obtidos através dos altos juros reais de curto prazo através dos quais os títulos da dívida pública brasileira continuaram a serem remunerados seguem sendo o eixo pelo qual o circuito financeiro rentista continua em funcionamento no Brasil.

A tentativa de administrar o endividamento frente à elevação da taxa de juros norte americana e a continuada restrição de liquidez internacional através das maxidesvalorizações empreendidas pelo Governo resultaram na estatização da dívida externa graças à resolução 432, na qual o Estado assumia o risco cambial das operações de empréstimos. Ao mesmo tempo, com a aceleração inflacionária o Governo buscou realizar séries de reajustes sobre o cálculo da correção monetária, estimulando a busca por novos indexadores por parte dos detentores de liquidez no sistema financeiro do país e abrindo caminho para o *overnight*. As diferentes tentativas de conter a inflação, entre elas o Plano Cruzado e o Plano Collor, não foram capazes de desconstruir o aparato institucional que promovia os ganhos viabilizados pela ciranda financeira, ao invés disso, a institucionalidade promotora dos ganhos rentistas tornou-se parte da institucionalidade do Plano Real.

Capítulo 4. A ciranda financeira em contexto de baixa inflação

A dinâmica econômica brasileira tem convivido com o circuito da ciranda financeira, que se reproduz mediante um sistema progressivamente aperfeiçoado de indexação dos títulos públicos e a prevalência de juros reais elevados, desde a instituição das reformas financeiras propostas durante a condução do PAEG, nos anos 1960. Ao longo desses anos, o arcabouço institucional da ciranda financeira sofreu transformações, deixando para trás a indexação atrelada à variação dos preços, apenas, para se indexar diretamente à taxa básica de juros⁹¹.

Contudo, independentemente das transformações operacionais, a ciranda financeira seguiu garantindo aos detentores de capital valorização e acumulação financeira através da manutenção do vínculo entre a dívida pública e a política monetária, através do qual a liquidez dos títulos da dívida pública de curto prazo seguiu atrelada às altas taxas de juros reais promovidas pela condução do mercado monetário. Tal arranjo acentuou gravemente o entrelaçamento entre o mercado de dívida pública e o monetário, com a taxa do mercado monetário, a taxa *over*, passando a ditar a remuneração da taxa de juros de curto prazo dos títulos da dívida pública (OLIVEIRA, 2010b, p. 8).

Assim, mesmo após a desindexação parcial da economia⁹², a indexação financeira não foi desfeita na elaboração do Plano Real, tornando-se, ao contrário disso, parte da estratégia para estabilização dos preços. A necessidade de garantir o financiamento público em meio à implementação do Plano Real fez persistir a institucionalidade da indexação financeira, diante das oscilações abruptas e muitas vezes inesperadas da taxa básica de juros (OLIVEIRA, 2010b, p. 13)⁹³. Deste modo, a estrutura de gestão da dívida pública presente no

⁹¹ Como visto no capítulo anterior, a indexação dos contratos a índices selecionados deu lugar à indexação financeira, as LBC (Letras do Banco Central) foram oficialmente indexadas à taxa *over* diante do risco colocado sobre o financiamento do setor público e do risco sistêmico do setor financeiro sobre a formação de preços dos ativos e portfólios. ‘O auge da moeda indexada, com o lançamento das LBC (atuais LFT), constituiu o ponto culminante da construção de um aparato institucional voltado para manter o financiamento público e evitar o desenlace da crise diante do fracasso do Plano Cruzado’. (LOPREATO, 2008, p. 29)

⁹² Para mais: RONCAGLIA, 2014.

⁹³ Com a estabilidade monetária, contudo, a indexação financeira deixa de funcionar como “muleta” para a função reserva de valor da moeda corrente de curso forçado e passa a exercer a função de atribuir viabilidade ao financiamento da dívida pública sob contexto de incerteza sobre a taxa básica de juros e de construção da credibilidade da autoridade monetária. (OLIVEIRA, 2010b, p. 13). A sustentação desse aparato institucional permitiu ao sistema financeiro, contando como a troca e recompra de títulos, ajustar as suas posições aos

período de alta inflação viu-se renovada no Plano Real. A manutenção da estrutura de financiamento do período de crise fiscal do setor público da década de 1980 trouxe, conjuntamente, a dinâmica de funcionamento do sistema financeiro a ela integrada, ou seja, indexação dos títulos à taxa de juros de curto prazo, elevada remuneração real dos títulos públicos, garantia de recompra, incentivos tributários, dentre outras condições (LOPREATO, 2008, p. 29).

Deste modo, a manutenção e o aperfeiçoamento do sistema de indexação da riqueza financeira no Brasil, incluindo o atrelamento dos títulos públicos à taxa de juros de curto prazo, permitiu a manutenção da ciranda financeira no país, possibilitando aos detentores de riqueza a composição de portfólios líquidos e rentáveis. Por sua vez, a permanência desta dinâmica de funcionamento do sistema financeiro produziu efeitos colaterais recessivos sobre a condução macroeconômica da economia⁹⁴, tal como na estrutura do endividamento público (OLIVEIRA; CARVALHO, 2010a), mesmo em um cenário de estabilização dos preços.

Essa institucionalidade da indexação financeira atrelada à condução de altas taxas de juros suscitou elevados custos fiscais e determinou uma gestão procíclica da dívida pública. Diante da sinalização de aumento da taxa de juros pelo Comitê de Política Monetária (Copom), amplia-se a procura pelos títulos de curto prazo da dívida pública indexados à taxa Selic, as LFTs, as quais, como será analisado adiante, representam a maior parte da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi). Esse comportamento procíclico é resultado do arranjo em que a gestão da dívida pública e a condução do mercado monetário encontram-se atrelados, e através do qual o aumento dos juros via política monetária acarreta no aumento do endividamento público, destacando os efeitos da indexação financeira sobre a gestão da dívida pública (OLIVEIRA e CARVALHO, 2010a).

A simbiose do mercado monetário com o de dívida pública preservou características importantes do período de alta inflação. (...) Os títulos públicos seguiram como substitutos das reservas de liquidez de bancos e fundos, com a peculiaridade de que pagam taxas de juros significativamente elevadas considerando o seu grau de liquidez. Além disso, o uso de política monetária restritiva afeta diretamente a *yield curve* e o custo dos títulos governamentais, bem como se torna benchmark do mercado como um todo, contaminando as operações com títulos privados. O que

movimentos dos juros e do câmbio. Este processo legou ao setor público o ônus decorrente das mudanças dos indexadores da dívida e a responsabilidade de oferecer o ônus contra riscos. (LOPREATO, 2008, p. 30).

⁹⁴ O que deveria ser o *modus operandi* de transição, no momento de incerteza radical, acabou se transformando em característica econômica, definida pela estreita conexão entre os mercados monetário e de títulos públicos e pela confusão do que é moeda e poupança financeira (LOPREATO, 2008, p. 29. BELLUZZO; ALMEIDA, 2002).

coloca as altas taxas de juros da dívida pública como padrão de referência de rentabilidade do conjunto da economia. (LOPREATO, 2008, p. 30).

Deste modo, ao se alcançar a estabilidade de preços com a manutenção da tessitura institucional da indexação financeira, o circuito de valorização financeira prevalecente no contexto de alta inflação foi mantido e amplificado no período de baixa inflação pós-Plano Real. (OLIVEIRA, 2010b, p. 20)

4.1 Estabilidade de preços com o Plano Real

Nos anos iniciais, entre junho de 1994 e maio de 1999, o plano de estabilização de preços do Plano Real se baseou na estratégia da ancoragem cambial. A proposta de estabilização contava com a implementação de uma nova moeda, que foi precedida, porém, por uma nova unidade de conta, a URV, lançada quatro meses antes. O objetivo era indexar todos os preços a uma unidade de conta para que a inflação inercial pudesse ser absorvida antes do lançamento da nova moeda. Finalmente, a nova moeda foi lançada em 1º de julho de 1994.

Alcançada a estabilidade de preços, o consumo represado das famílias encontrou forte impulso, tal como se observou durante a execução do Plano Cruzado (ver **item 3.4** desta tese). Para conter a pressão exercida pelo aumento da demanda agregada sobre os preços⁹⁵ adotou-se como estratégia a abertura comercial, na expectativa de que os produtos importados acomodassem a demanda e estimulassem a concorrência interna, produzindo uma nova curva de preços no mercado nacional⁹⁶.

Para que a estratégia de abertura comercial e estabilidade de preços pudesse conter a pressão da cultura inflacionária e um possível novo aumento inflacionário, adotou-se uma âncora cambial para garantir o valor da moeda doméstica. Simultaneamente, a abertura

⁹⁵ A proposta de estabilização inflacionária através da ancoragem cambial e abertura comercial foi idealizada como forma de ajustamento ao novo circuito neoliberal pelo Consenso de Washington e adotada por diversos países. (BRAGA, 2004; PAULANI, 2008, 2009).

⁹⁶ Importantes segmentos da indústria nacional se desnacionalizaram ou reconverteram suas atividades para montagem de componentes importados, aprofundando o processo de desindustrialização iniciado na década de 1980. Essa transformação regressiva reduziu a participação da indústria de transformação no PIB e no emprego total da economia, assim como ampliou o peso relativo dos segmentos intensivos em recursos naturais e de baixo dinamismo na economia. (FILGUEIRAS, 2012, p. 33; CANO, 2012, 2014).

financeira fomentava a entrada de divisas, condição necessária para assegurar a estabilidade da taxa de câmbio e sua manutenção em um nível valorizado. Assim, a estabilidade de preços, influenciada pela forte presença de importações, deveria ser garantida, em última instância, pela entrada de capital estrangeiro via conta financeira do balanço de pagamentos.

Com isso, a entrada de capital estrangeiro era imprescindível para a estratégia de controle da inflação baseada na âncora cambial. Para isso, além de avançar a agenda de privatizações⁹⁷ de empresas estatais, a prática de elevada taxa de juros reais, associada à abertura da conta capital e financeira, cumpria o papel de atrair o capital estrangeiro de curto prazo, ainda que de caráter especulativo, bem como contribuía para arrefecer o consumo interno⁹⁸ (OLIVEIRA, 2010b, p. 19; FILGUEIRAS, 2007, p. 126). Nesse cenário, a remuneração de títulos de dívida pública de curto prazo com pagamento de altos juros reais teve seu comportamento reforçado para atrair e promover a liquidez necessária com a entrada de capital estrangeiro especulativo.

A necessidade de atração de capital estrangeiro para a manutenção da âncora cambial se impunha sobre a administração da política monetária e macroeconômica do País. A combinação entre câmbio valorizado, juros reais elevados, ampliação da abertura externa (comercial e financeira) e institucionalidade da indexação financeira concorreu para amplificar a fragilidade das contas externas e internas do país⁹⁹. Neste contexto, verificou-se um aprofundamento da institucionalidade da indexação da dívida pública (preços, câmbio, juros etc.) e expressiva expansão do endividamento do setor público, diante do elevado nível de pagamento de juros.

⁹⁷ Para mais: BNDES. Programa Nacional de Desestatização: relatório de atividades, 1997.

⁹⁸ 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, pré-condição da consecução do Plano Real. (PAULANI, 2010, p. 12-13 apud CHICOSKY, 2017)

⁹⁹ Ainda no governo Itamar Franco, o então ministro da Fazenda e futuro presidente da república, Fernando Henrique Cardoso, instituiu o Fundo Social de Emergência, o FSE. Com o intuito de prover recursos para os passos iniciais da implementação do novo programa econômico, o Plano Real, o Ministério da Fazenda destinou ao fundo 40% dos recursos anteriormente destinados a diversas pastas da União. Os cortes orçamentários tiveram lugar especial na trajetória do planejamento fiscal do Plano Real. O objetivo de criar um colchão fiscal temporário para implementação do novo plano econômico acabou por ser transformado em Fundo Permanente o qual em seguida originou a Desvinculação Recursos da União. A incorporação da DRU à administração orçamentária da União disponibilizou recursos antes destinados à execução de projetos voltados aos aparelhos sociais, para provimento de gastos fiscais oriundos da gestão de dívida pública

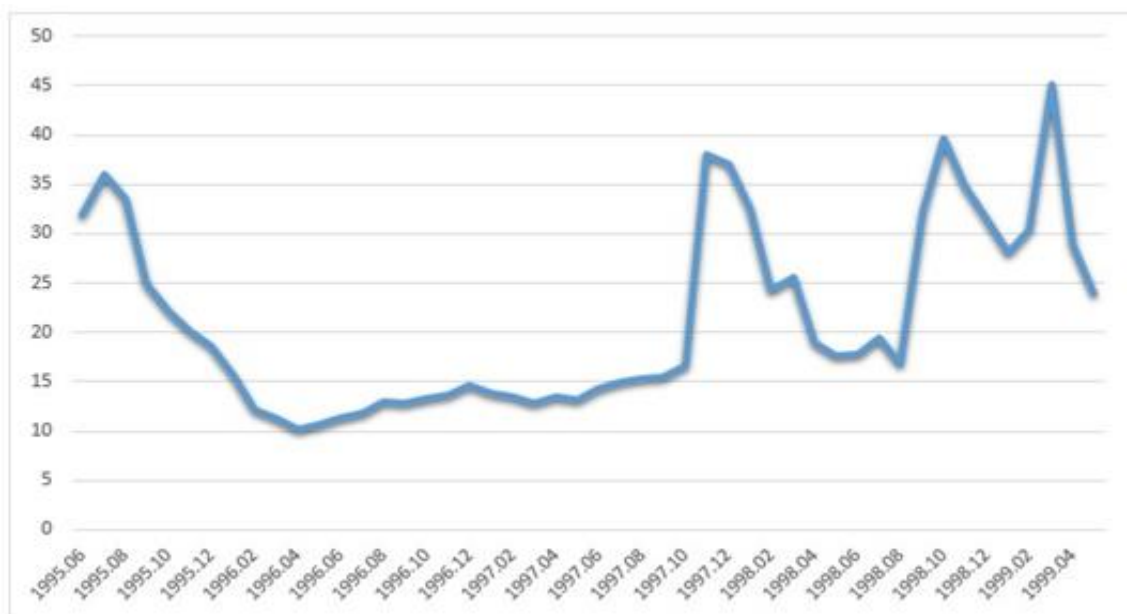
4.1.1 A administração da ciranda financeira no Plano Real

A estabilização dos preços não foi acompanhada da ampliação do sistema financeiro privado em direção ao crédito produtivo, tampouco concorreu para a redução do impacto fiscal decorrente da condução monetária. O caráter parcial da desindexação realizada pelo Plano Real promoveu a estabilização inflacionária dentro de determinados limites, sem, contudo, propiciar a estabilização macroeconômica da economia brasileira (OLIVEIRA, 2010b, p. 8).

Livre da convivência com altos índices de inflação, a nova moeda pôde exercer suas funções básicas, reestabelecendo a sua função de reserva de valor. Por outro lado, como apontado anteriormente, a indexação da riqueza financeira persistiu e foi cada vez mais aprimorada, contribuindo para a atração do capital estrangeiro de curto prazo, sobretudo especulativo. Neste contexto, o financiamento da dívida pública sem risco de preços decorrente de mudanças na taxa de juros, justamente em razão da indexação financeira, constituiu um circuito de valorização financeira da riqueza, o que confirmou, mais uma vez, o circuito da ciranda financeira. A novidade era que, agora, a ciranda não era impulsionada apenas pelas operações de esterilização monetária – necessárias para lidar com o forte ingresso de divisas, dentro da lógica funcional do Plano Real –, mas, também, pela própria taxa de juros excessivamente elevada que prevaleceu ao longo do primeiro mandato FHC (1994-98).

Após o primeiro ano de implantação do Plano Real, a taxa de juros real atingiu 31,8% em junho de 1995, conforme pode ser visto no **Gráfico 3**. A queda acentuada da taxa de juros real demonstra o impacto da condução do Plano Real para a estabilização dos preços. Contudo, conforme se observa no gráfico 2, as taxas de juros reais se mantiveram em patamar elevado, em conformidade com a estratégia designada para a estabilização inflacionária adotada e manutenção da âncora cambial¹⁰⁰.

¹⁰⁰ A política de juros altos, nessas condições, amplifica o excesso de liquidez e beneficia os interesses dos que apostam na continuidade da austeridade monetária e tem no giro da dívida pública a base de remuneração de seus ativos financeiros, em detrimento do setor público, que se vê forçado a cortar gastos e gerar superávits primários para pagar os juros apropriados por pequena parcela da população e evitar a expansão da dívida pública. (LOPREATO, 2018, p. 16)

Gráfico 3. Taxa de juros reais (%) (1995 – 1999)

Fonte: Banco Central. Elaboração própria. *Taxa Selic descontada pelo IPCA.

Com o ataque especulativo sofrido pelo México em dezembro de 1994 e o efeito-contágio subsequente, o Brasil perdeu US\$ 5 bilhões para conter o ataque contra sua moeda. Entre junho e outubro de 1997, foi a vez dos Tigres Asiáticos sofrerem ataque contra as suas moedas ancoradas no dólar. Desta feita, o Brasil assistiu a perda de US\$ 10 bilhões de suas reservas. Para conter a fuga de dólares, os juros reais foram elevados acima dos 38% em novembro de 1997. Contudo, logo em seguida, em agosto de 1998, a Rússia foi alvo de ataques especulativos contra o rublo e novamente o Brasil¹⁰¹ foi atingido. Entre novembro de 1998 e janeiro de 1999, a taxa de juros reais do Brasil foi mantida acima de 28%, o que, contudo, não foi o suficiente para que o País evitasse a perda de US\$ 30 bilhões de suas reservas internacionais¹⁰².

Conforme a instabilidade atingia repetidamente o Brasil, a condução econômica redobrava o aumento do esforço fiscal e a elevação da taxa de juros reais. Em pouco tempo, o País teve de recorrer ao Fundo Monetário Internacional (FMI) para lidar com a fuga de

¹⁰¹ Nova rodada de medidas propostas pelo governo para impedir a fuga de capitais anunciadas em novembro de 1998 “51 medidas de ajuste fiscal e competitividade”. O Pacote 51 era composto por novos cortes no investimento público, demissão de funcionários públicos, elevação na taxa de juros, dentre outros. (FILGUEIRAS, 2007, p. 137).

¹⁰² Na esteira das demais economias em crise, a Argentina que possuía, então, o regime cambial baseado no *currency board* ingressou em um período de grande crise com a desvalorização do peso, introduzindo o *corralito* em dezembro de 2001. Para mais: (OLIVEIRA, 2003).

capital¹⁰³. Em 15 de janeiro de 1999, a manutenção da paridade cambial do real frente ao dólar, como estratégia da política monetária de controle inflacionário, havia se tornado insustentável. Em meio a um novo pacote de socorro cambial, com o apoio do FMI, era elaborado um novo sistema de ancoragem de expectativas em substituição à âncora cambial, baseado no regime de metas para a inflação.

4.2 O tripé da política macroeconômica

Com o fim do Plano Real, decorrente dos sucessivos ataques especulativos sofridos pela moeda e da vulnerabilidade em que se encontravam as contas interna e externa do País, a economia brasileira passou a ser regida pelo tripé formado por câmbio flutuante, metas para a inflação e metas de superávit fiscal primário.

O regime de metas para a inflação entrou em vigor em 1º de junho de 1999¹⁰⁴ em substituição à âncora cambial, tornando a taxa básica de juros, definida pelo Comitê de Política Monetária (Copom)¹⁰⁵, por excelência o instrumento para viabilizar o cumprimento da meta preestabelecida para a inflação. Como consequência, a remuneração dos títulos atrelados à Selic, ou “selicados”, passou a estar ligada à condução das expectativas dos agentes financeiros com relação à meta de inflação.

Por sua vez, com a Lei de Responsabilidades Fiscal, de 4 de maio de 2000, determinou-se o fim das emissões de títulos públicos pelo Banco Central para a realização de suas operações de controle de liquidez no mercado aberto. Ao entrar em vigor, em 2002, as emissões títulos públicos para efeito de política monetária passaram a ser responsabilidade exclusiva do Tesouro Nacional.

Os títulos utilizados pelo BC na condução da política monetária são, dessa forma, disponibilizados pelo Tesouro por meio da Conta Única. Nela, são repassados os passivos do BC, unificando a condução fiscal do Tesouro (LEISTER; MEDEIROS, 2012). Ao mesmo

¹⁰³ Para mais: GARCIA, 1999, p. 72; LOPREATO, 2018, p. 15; FILGUEIRAS, 2007

¹⁰⁴ Decreto Presidencial nº 3.088, de 21 de junho de 1999.

¹⁰⁵ O Copom, criado em 1996, se reúne periodicamente para determinar o valor da taxa Selic e o seu viés, este pode ser neutro, alto ou baixo. Quando neutro, o Banco Central não tem liberdade de ação e precisa focar o valor da meta, qualquer alteração deverá ser feita através de uma nova reunião do Copom. Se o viés for de alta ou de baixa, o Banco Central pode deixar o valor da taxa de juros de curto prazo, fugir da meta na direção específica do viés, sem necessidade de nova reunião. BERGER, 2012, p. 418.

tempo, foi mantida a autonomia do BC sobre os títulos utilizados nas operações de controle de liquidez, as operações compromissadas¹⁰⁶.

Com a instituição da Conta Única, as despesas geradas pela Autoridade Monetária com operações compromissadas são repassadas ao Tesouro e, ao final do dia, os *dealers* são devidamente remunerados por essas operações, no mínimo, pela taxa de juros Selic diária ou pela taxa Selic *over*.

A combinação entre indexação financeira e elevados juros reais, neste cenário, potencializa o excesso de liquidez no sistema financeiro, especialmente em contexto de limitadas possibilidades de valorização da riqueza no circuito produtivo (em razão dos próprios juros altos). Neste contexto, o BC se vê forçado a vender títulos no mercado para enxugar o excesso de liquidez que faria a taxa básica de juros cair abaixo da meta fixada pelo Copom. Este circuito potencializa a ciranda financeira, a partir de mecanismos endógenos e retroalimentadores da expansão da dívida pública interna.

4.2.1 Simultaneidade da taxa Selic

A indexação financeira conflita com a institucionalidade proposta pela Lei de Responsabilidade Fiscal, uma vez que é comprimida a estrutura de vencimentos dos títulos da dívida pública, contrapondo-se ao desenvolvimento saudável do mercado financeiro, especialmente no que diz respeito ao alongamento dos prazos e ao desestímulo ao rentismo (LEISTER; MEDEIROS, 2012, p. 25).

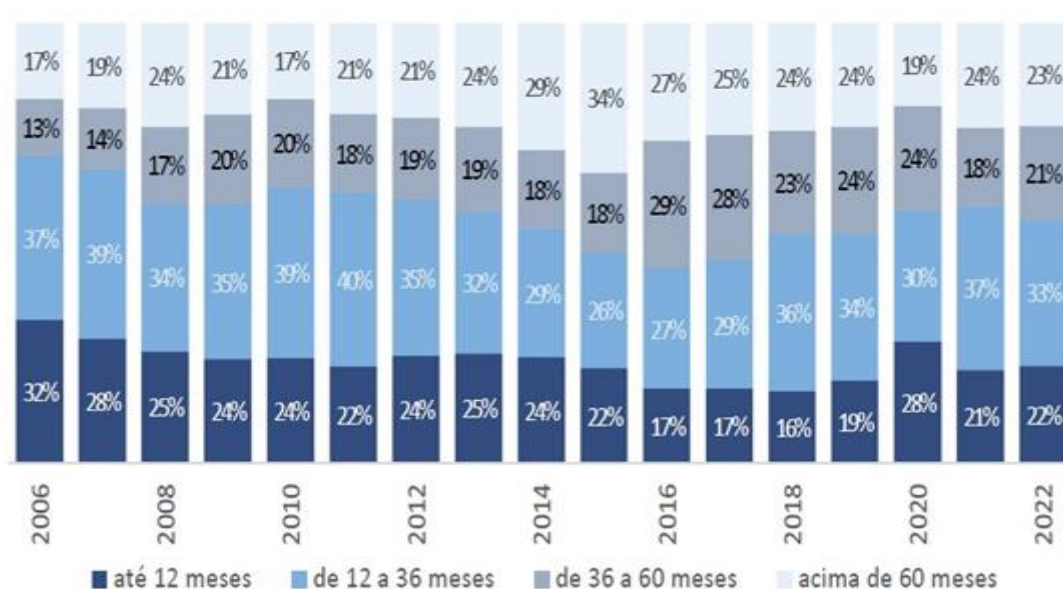
É preciso notar, no entanto, que a utilização de títulos do Tesouro para a condução da política monetária e do financiamento público não resume o problema da indexação financeira brasileira, posto diversos países do mundo compartilham da mesma institucionalidade, ou seja, a condução monetária do Banco Central local se dá a partir de títulos do Tesouro, garantidas as atribuições de autonomia do BC, tal qual a institucionalidade brasileira¹⁰⁷

¹⁰⁶ As operações compromissadas são um instrumento de controle de liquidez do BC junto ao canal de ativos. As operações compromissadas são operações de venda/compra títulos públicos com compromisso de recompra/revenda, utilizadas para viabilizar o atingimento da meta operacional de política monetária, a saber, a taxa Selic.

¹⁰⁷ LEISTER; MEDEIROS, 2012.

Contudo, a prática de taxa básica de juros elevada e que remunera os títulos da dívida pública envolvendo operações tanto de política monetária como do Tesouro Nacional condensa os prazos de vencimento da dívida pública e encarece o financiamento do setor público¹⁰⁸, como pode ser observado no **Gráfico 4**. Essa condição transforma a liquidez do mercado monetário em uma forma de investimento rentista por definição, estendendo-se para os títulos públicos de diferentes maturidades (NAKANO, 2012).

Gráfico 4. Composição da DPF (%) por prazo de vencimento



Fonte: Tesouro Nacional – Relatório anual da dívida pública federal, 2022

No Brasil, o Banco Central, ao utilizar a taxa Selic, não permite que o mercado de títulos de longo prazo se desenvolva, pois captura a poupança nacional no ‘overnight’ e funde os dois mercados onde opera, desloca a curva de juros para cima indevidamente, fazendo com que o nível da estrutura de taxa seja absurdamente elevada. (NAKANO, 2012)

Ao mesmo tempo, a indexação financeira produz uma distorção sobre a curva de juros e sua função para a efetividade da condução do canal de ativos da política monetária (LOPREATO, 2018; OLIVEIRA; CARVALHO, 2010a).

¹⁰⁸

O que, após a LRF, passa a ser realizado através das operações compromissadas

4.2.2 Prociclicidade da DPMFi

Juntamente à abertura financeira, a condução do regime de metas para inflação e do câmbio flutuante, o avançado sistema de indexação da dívida pública brasileira ocasiona a prociclicidade da gestão da DPMFi. O esforço fiscal em promover superávits primários, ou seja, redução do gasto público e/ou aumento de receita fiscal, muitas vezes é contrapesado ou contrarrestado pelos custos da dívida pública decorrentes de operações compromissadas e/ou movimentos adversos dos preços dos indexadores da dívida pública, retraindo a capacidade de investimento público. Isso, vale salientar, em contexto de persistente nível elevado da taxa básica de juros, condição que exige um esforço de resultado fiscal primário cada vez maior, como veremos adiante.

A desvalorização cambial e o aumento da pressão inflacionária são sinalizações que indicam aumento na taxa de juros Selic, conforme demonstrado por Oliveira e Carvalho, (2010a, p. 20), através do modelo VECM¹⁰⁹. Contudo, a adoção de política monetária restritiva frente às desvalorizações cambiais e aumento inflacionário ampliam o custo da dívida pública e pressionam o aumento da relação dívida/PIB. O aumento da taxa de juros, por sua vez, desestimula a dinâmica econômica e promove redução do crescimento econômico, agudizando a relação dívida/PIB, aprofundando o choque sobre o câmbio e a inflação (OLIVEIRA; CARVALHO, 2010a, p. 25).

O controle do déficit fiscal primário do setor público torna-se, deste modo, subordinado à gestão procíclica da dívida pública, pois, através da sinalização decorrente da elevação da taxa de juros reais e/ou desvalorização cambial, ocorre a elevação das taxas de juros reais. Conforme a taxa de juros impacta a dinâmica econômica e o esforço fiscal, observa-se a desaceleração da economia do País e aumento do endividamento público, pressionando a capacidade do Governo de administrar o tripé macroeconômico e proporcionar superávits fiscais primários.

A gestão procíclica da gestão da dívida pública, por sua vez, é consequência direta do funcionamento da institucionalidade pela qual a ciranda financeira é reproduzida. O controle sobre a condução fiscal do Governo passa por essa institucionalidade e impõe limites aos dispêndios públicos, com exceção dos custos fiscais decorrentes da dinâmica financeira

¹⁰⁹

Modelo aplicado à análise de séries temporais com variáveis cointegradas

que promove a valorização e acumulação de riqueza financeira, a ciranda financeira (BRAGA, 1998, p. 196).

4.2.3 Controle sobre gasto fiscal do setor público

A associação entre a prociclicidade da gestão da dívida pública e o controle sobre o gasto fiscal do setor público condicionam a dinâmica macroeconômica brasileira, em benefício de finanças não produtivas, e constituem a gestão pela qual a macroestrutura financeira propicia a valorização e acumulação da riqueza financeira no País. As consequências decorrentes do aprofundamento da ciranda financeira sobre a institucionalidade econômica ao longo das últimas cinco décadas constituem a peculiaridade do capitalismo financeiro brasileiro¹¹⁰.

A prociclicidade do endividamento público e o controle sobre o gasto fiscal condicionam uma economia de baixo crescimento, resultando em um *dinamismo mínimo à renda nacional e à acumulação de capital produtivo* (BRAGA, 1996). Todavia, a manutenção da ciranda financeira passa pelo controle do endividamento público, em contradição ao baixo incentivo ao investimento macroeconômico decorrente, em boa medida, da macroestrutura financeira rentista. Deste modo, lança-se mão de reformas legislativas para redirecionar orçamentos e impor limites aos investimentos públicos e, assim, garantir o pagamento dos juros da dívida pública.

Transformação das finanças públicas em reféns deste processo que vai ao ponto de lhes retirar a capacidade de promover o gasto autônomo dinamizador do investimento, da renda e do emprego; de tornar financeirizada a dívida pública, que, como tal, sanciona os ganhos financeiros privados, amplia a financeirização geral dos mercados, cuja especulação os bancos centrais são cada vez mais vulneráveis. (BRAGA, 1996, p. 5)

No caso brasileiro, desde a adoção da Constituição Federal de 1988, a qual estruturou o orçamento público brasileiro de tal forma a garantir a origem e a distribuição de

110

Cf. BRAGA, 1998.

recursos destinados tanto ao fomento da seguridade social e políticas públicas, quanto aos compromissos fiscais, sucessivas emendas constitucionais foram propostas com o objetivo de garantir recursos à macroestrutura financeira disposta através da remuneração de títulos públicos, de forma a manter a ciranda financeira¹¹¹.

Por sua vez, a redação da Lei de Responsabilidade Fiscal, que exclui do limite de gastos primários os custos fiscais decorrentes da condução monetária, acaba por controlar a condução do gasto público com investimento produtivo e social, beneficiando os detentores de títulos públicos articulados à ciranda financeira.

Como exemplo, a redação da Emenda Constitucional nº 95, de 15 de dezembro de 2016 instituiu um novo regime fiscal com duração de 20 anos limitando a despesa fiscal primária, ajustado anualmente ao valor mínimo das despesas do ano anterior corrigidos pela inflação (IPCA). Portanto, a emenda põe fim ao aumento dos gastos alinhado ao crescimento da receita, conforme definido pela Lei de Responsabilidade Fiscal, de 04 de maio de 2000, radicalizando a institucionalidade atrelada ao *modo de ser* da macroestrutura financeira rentista. O propósito da emenda foi a de reduzir o endividamento público às custas da redução da capacidade de investimento do Governo e de atendimento às necessidades da população¹¹² (VAIRÃO; ALVES. 2017).

Institui o Novo Regime Fiscal no âmbito dos Orçamentos Fiscal e da Seguridade Social da União, que vigorará por 20 exercícios financeiros, existindo limites individualizados para as despesas primárias de cada um dos três Poderes, do Ministério Público da União e da Defensoria Pública da União. (Diário Oficial da União, 16 dez. 2016¹¹³).

¹¹¹ Desde a criação do Fundo Social de Emergencial em 1993, pelo qual 20% dos recursos destinados ao orçamento social foram destinados ao custeio fiscal do Estado e a formação de colchão de recursos para implementação do Plano Real. O mecanismo orçamentário passou por sucessivas prorrogações, tornando-se parte da institucionalidade fiscal do país a partir de 1994, como pode ser acompanhado pela tabela seguinte, através da Desvinculação de Receitas da União, a DRU. O montante de recursos desvinculados pela DRU, 90% são oriundos das contribuições sociais. Em 2016, no sentido de conter o crescimento do endividamento público frente à queda do PIB registrada nos anos anteriores foi proposta redação de nova emenda legislativa, com a atualização do mecanismo fiscal em 10 pontos percentuais, o qual passou a desvincular 30%, até dezembro de 2023, através da Proposta de Emenda Constitucional 31/2016. Cf. Desvinculação das Receitas da União não fere pacto federativo, diz STF. Disponível em: <<https://shre.ink/DRUconjur>>. Acessado em 14 abr. 2023. “A expectativa é que a medida libere R\$ 117,7 bilhões para uso do Executivo apenas em 2016, sendo R\$ 110,9 bilhões de contribuições sociais, R\$ 4,6 bilhões da Cide e R\$ 2,2 bilhões de taxas. Esse valor poderá ser usado para o cumprimento da meta de resultado primário deste ano - que prevê um déficit de R\$ 170,5 bilhões”. Agência Senado, Disponível em: <<https://shre.ink/DRUsenado>>. Acessado em 14 abr. 2023.

¹¹² A emenda não impõe sanções sobre os gastos fiscal oriundos da política monetária ou de qualquer natureza mobiliária atrelada à ciranda financeira, contudo, caso ocorra descumprimento do limite fiscal, veda-se o aumento do salário acima da inflação. (Cf. VAIRÃO; ALVES, 2017)

¹¹³ Disponível em: <<https://pesquisa.in.gov.br/imprensa/jsp/visualiza/index.jsp?jornal=1&pagina=2&data=16/12/2016>>. Acessado em 14 abr. 2023.

Em resumo, o aprofundamento da dinâmica da ciranda financeira estabelece, através da associação da gestão procíclica ao controle dos gastos fiscais do setor público, a redução da dinâmica econômica, conduzida por meio de emendas legislativas que atualizam permanentemente os limites dos gastos públicos, enquanto garantem a perpetuação do circuito financeiro brasileiro de valorização da riqueza¹¹⁴.

A ciranda financeira, deste modo, estabelece um circuito contínuo de valorização monetária, creditícia e patrimonial aos grandes detentores de capital (BRAGA, 1998). Além disso, enquanto a institucionalidade do capitalismo financeiro à brasileira é reforçada, a ciranda financeira impõe à economia uma dinâmica de baixo crescimento econômico e aumento da desigualdade de renda e riqueza¹¹⁵. A ampliação dos ganhos da ciranda financeira resulta, ao mesmo tempo, no rebaixamento das condições de desenvolvimento econômico e crescimento produtivo do País¹¹⁶.

Destarte, nas páginas seguintes analisaremos a dinâmica da ciranda financeira entre os anos de 2002 e 2022, durante os quais se viu uma ampliação do vínculo proposto pela macroestrutura financeira entre a condução da política monetária e da gestão da dívida pública. Nesses vinte anos, a gestão da riqueza financeira brasileira conviveu com um período de estabilidade inflacionária em meio a diferentes conjunturas econômicas: desde o aquecimento econômico proporcionado pelo *boom* das *commodities*, entre 2004 e 2010; a desaceleração do ciclo econômico entre os anos de 2011 e 2014; o período de instabilidade com registro de baixo crescimento e crescimento negativo entre os anos de 2015 e 2020; e, por fim, o retorno da dinâmica econômica entre 2021 e 2022.

¹¹⁴ Cf. BRAGA, 1998. Breve comentário acerca da nova regra fiscal proposta pelo governo Lula em 30 de março de 2023, busca limitar o gasto fiscal a 70% sobre o crescimento da receita. Disponível em: <<https://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2023-03/novo-marco-fiscal-limita-alta-do-gasto-70-da-variacao-da-receita>>. Acessado em 14 abr. 2023.

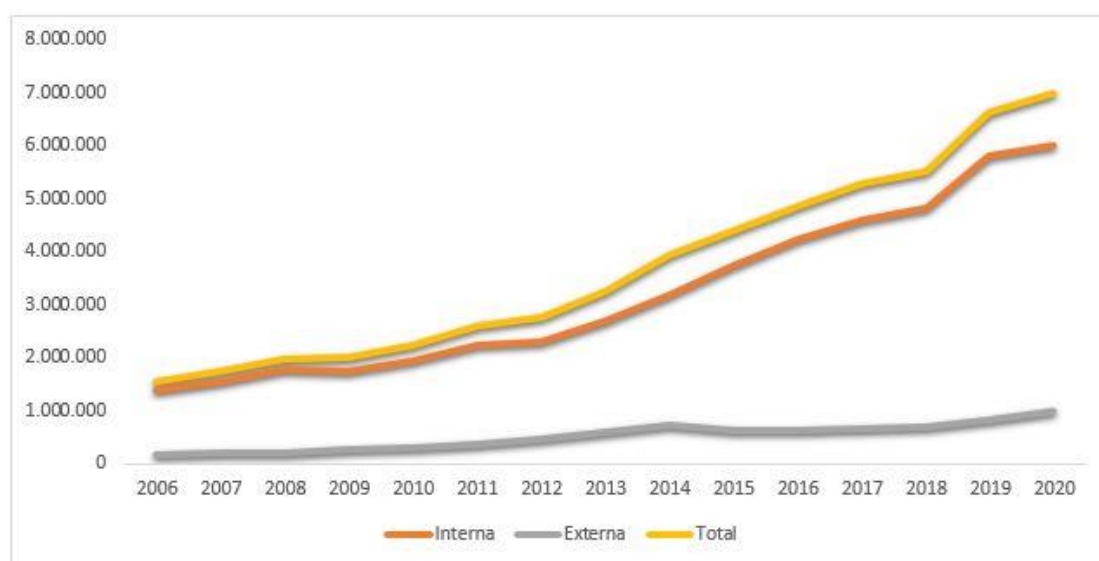
¹¹⁵ Ao controlar as finanças públicas em seu proveito, a financeirização converte-se no principal fator de bloqueio do desenvolvimento social e econômico do Brasil, pois ela impede a ampliação das políticas sociais e compromete o financiamento das suas incipientes estruturas de bem-estar. (BRUNO; CAFFE, 2017, p. 1042) grifo dos autores.

¹¹⁶ Dado que o objetivo desta tese é o de apresentar a trajetória percorrida pela ampliação dos gastos fiscais decorrentes da dinâmica da ciranda financeira, não nos deteremos, não obstante a sua relevância, a analisar a trajetória dos gastos públicos atrelados ao desenvolvimento produtivo e ao investimento social. Em outras palavras, não é objeto do trabalho apresentar o impacto da ciranda financeira sobre o orçamento da seguridade social e a formação bruta de capital incentivada pelo Governo, mas o impacto da ciranda financeira sobre o endividamento público, embora estes sejam dois lados da mesma moeda, diretamente correlacionados.

4.3 Custos fiscais com a condução dos juros

Ao analisarmos a estrutura do endividamento público através da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), constata-se uma mudança em sua estrutura, com a redução do endividamento externo na estrutura de seu passivo, ao longo de todo o período entre 2006 e 2020, conforme o **Gráfico 5**. No mesmo período, notamos ainda a elevação do endividamento interno da DBGG.

Gráfico 5. Estoque de Dívida Bruta do Governo Geral (2006 – 2020)¹¹⁷
(R\$ milhões)



Fonte: Banco Central. Elaboração Própria

A DBGG, por definição, apresenta a contabilização apenas dos passivos das esferas do Governo. Logo, são apresentadas a parcela da dívida mobiliária sob responsabilidade do Tesouro e os passivos decorrentes da política monetária do Banco Central. Conforme metodologia de 2008, ao observarmos o resultado do Banco Central, são contabilizados apenas os seus passivos, ou seja, os títulos utilizados pelo Bacen disponíveis

¹¹⁷

Nova metodologia: exclui a carteira de títulos do BC e inclui o total de operações compromissadas

na Conta Única¹¹⁸, parcela da dívida correspondente ao custo fiscal gerado pelo BC. Desta forma, na Conta Única é apresentado o custo consolidado de utilização dos títulos do Tesouro em operações compromissadas pelo Bacen.

Ao observar-se o perfil de endividamento interno entre 2014 e 2015, vê-se uma elevação da dívida interna em relação ao PIB de 46% para 53%, ou 7 p.p., conforme **Tabela XV**. A DBGG apresenta o estoque de passivos do Governo Geral, incluindo os gastos fiscais decorrentes de operações compromissadas realizadas pelo Banco Central.

Tabela XV. Estoque de Dívida Bruta do Governo Geral (2006 – 2020)¹¹⁹

Ano	Interna		Externa		Total	
	RS milhões	% PIB	RS milhões	% PIB	RS milhões	% PIB
2006	1.186.058	49,23	150.587	6,25	1.336.645	55,48
2007	1.388.801	51,05	154.051	5,66	1.542.852	56,72
2008	1.533.984	49,33	206.904	6,65	1.740.888	55,98
2009	1.764.659	52,94	208.765	6,26	1.973.424	59,21
2010	1.735.354	44,66	276.168	7,11	2.011.522	51,77
2011	1.949.424	44,54	294.180	6,72	2.243.604	51,27
2012	2.225.121	46,21	358.826	7,45	2.583.946	53,67
2013	2.289.776	42,95	458.220	8,59	2.747.997	51,54
2014	2.671.420	46,23	581.028	10,05	3.252.449	56,28
2015	3.194.760	53,28	732.763	12,22	3.927.523	65,50
2016	3.747.178	59,77	631.308	10,07	4.378.486	69,84
2017	4.234.454	64,30	620.224	9,42	4.854.679	73,72
2018	4.599.901	65,67	672.082	9,60	5.271.982	75,27
2019	4.802.653	65,00	697.452	9,44	5.500.104	74,44
2020	5.793.320	77,58	822.436	11,01	6.615.755	88,59
2021	5.998.892	69,12	968.034	11,15	6.966.925	80,27

Fonte: Banco Central. Elaboração Própria

¹¹⁸ As do Bacen passaram a ser distinguidas na DBGG após a Lei de Responsabilidade Fiscal. Antes da sua instituição, o BC emitia os próprios títulos, produzindo uma série de descasamentos orçamentários e contábeis da União, o resultado das suas operações compunha o conjunto da dívida mobiliária federal. Com a Lei de Responsabilidade Fiscal os títulos utilizados pelo BC para a realização de sua política monetária são emitidos pelo Tesouro e disponibilizados em uma Conta Única no BC. Conforme metodologia utilizada a partir de 2008, apenas os títulos utilizados em operações compromissadas são considerados no cálculo da DBGG, até então, entre 2000 e 2008 todos os títulos disponibilizados pelo Tesouro na Conta Única compunham o cálculo da dívida bruta. Para mais consultar LEISTER; MEDEIROS, 2012.

¹¹⁹ Nova metodologia: exclui a carteira de títulos do BC e inclui o total de operações compromissadas

A análise do impacto da política fiscal sobre o endividamento líquido de todas as esferas do setor público não financeiro¹²⁰ fornece um balanço contábil entre o saldo de ativos e passivos do Setor Público sob responsabilidade do Tesouro. Deste modo, o resultado primário do setor público, que integra a conta da Dívida Líquida do Setor Público¹²¹, apresenta as receitas e despesas não financeiras do setor público, excluindo os juros nominais do seu cálculo – incluindo, portanto, os custos fiscais das operações compromissadas.

A existência de obrigações e ativos do governo federal junto a um banco público consta para o cálculo da Dívida Líquida do Setor Público. Já um ativo ou uma obrigação do governo federal junto ao BC não consta, em decorrência da Conta Única¹²², pois, em termos contábeis, os títulos existentes na Conta Única, não resgatados para política monetária, constam como um ativo do governo federal e um passivo no Banco Central. Em outras palavras, são demonstrados em sua dimensão contábil ao consolidado da Dívida Líquida, sem levar em consideração os custos envolvidos com a movimentação dos títulos na condução monetária.¹²³

A análise comparativa dos dados disponíveis na **Tabela XVI** da DLSP interna do governo federal e Banco Central e Dívida Interna Bruta do Governo Geral apresenta a diferença do perfil de endividamento de ambas as contas.

¹²⁰ A Petrobras foi liberada do esforço fiscal do superávit primário a partir de 2009, como forma de garantir e ampliar o investimento da estatal.

¹²¹ A dívida líquida do setor público corresponde à diferença entre passivos e ativos acumulados pelas três esferas do governo, incluindo o Bacen, e pelas empresas estatais, de modo que é possível manter estabilizado o endividamento com crescimento de passivos e ativos simultaneamente. GOBETTI; SCHETTINI. 2010, p. 7.

¹²² Como apresentado neste capítulo, na Conta Única encontram-se os títulos do Tesouro disponíveis no Bacen, os títulos não utilizados nas operações de controle de liquidez monetária permanecem nessa conta no Bacen.

¹²³ O artigo 7º da Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000 (Lei de Responsabilidade Fiscal - LRF), consolidam a questão, assegurando o que já havia sido previsto na Medida Provisória nº 1.789, de 199830. Ou seja, a LRF incorpora a garantia de que o resultado positivo da autoridade monetária brasileira constitui receita do MF e será destinado exclusivamente ao pagamento da Dívida Pública Mobiliária Federal, devendo ser amortizada, prioritariamente, aquela existente junto ao BC. Ao mesmo tempo se garante, no inciso 1º do referido artigo 7º, que “o resultado negativo constituirá obrigação do Tesouro para com o Banco Central do Brasil”. Assim, há uma regra clara para o tratamento tanto do resultado positivo quanto do negativo do BC, de forma que sua situação patrimonial permaneça estável. LEISTER, 2012, p. 29.

Tabela XVI. DLSP interna e DBGG interna (R\$ milhões)

Ano	DLSP Interna	DBGG Interna	Ano	DLSP Interna	DBGG Interna
2006	782.803	1.186.058	2014	1.684.338	2.671.420
2007	994.177	1.388.801	2015	2.129.812	3.194.760
2008	1.023.087	1.533.984	2016	2.767.142	3.747.178
2009	1.148.405	1.764.659	2017	3.276.169	4.234.454
2010	1.220.738	1.735.354	2018	3.660.097	4.599.901
2011	1.395.543	1.949.424	2019	3.936.946	4.802.653
2012	1.439.082	2.225.121	2020	4.823.415	5.793.320
2013	1.496.737	2.289.776	2021	5.149.922	5.998.892

Fonte: Banco Central e Ipea data. Elaboração Própria

Feitos esses esclarecimentos, o ponto a ser destacado é que a partir da dívida líquida não é possível observar o resultado do descasamento temporal entre as taxas que remuneram ativos e passivos das contas públicas. Tal verificação é disponibilizada através da dívida bruta, a qual permite a análise do estoque dos ativos e passivos do governo. Por exemplo, uma análise sobre o acúmulo de reservas externas que não leve em consideração os custos envolvidos com seu carregamento e os custos decorrentes das operações de esterilização oferece uma visão apenas parcial da estrutura do endividamento público nacional.

Como será verificado a seguir, as operações de política monetária correspondem a parte relevante do estoque da dívida pública (no caso, da DBGG). Portanto, a observação dos dados da DBGG, calculados pela nova metodologia, permite observar o endividamento público incluindo o passivo decorrente das políticas executadas pelo BC, envolvidas no ajuste monetário e cambial, ou seja, de *passivos que não dependem apenas da política fiscal* (GOBETTI e SCHETTINI, 2010, p. 17).

Como veremos a seguir, a ciranda financeira encontra-se localizada na sobreposição entre a condução da política monetária do Banco Central e a gestão da estrutura da dívida pública feita pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN). Para realizar a análise da dinâmica de funcionamento dos últimos 20 anos da ciranda financeira é necessário, portanto, observar a distribuição dos custos mobiliários e de seus indexadores, o que corresponde i) àqueles administrados pela Secretaria do Tesouro Nacional na gestão da estrutura da DPMFi e ii) àqueles contabilizados ao estoque da DBGG, decorrentes das operações de política monetária do Banco Central.

Através da DPMFi é possível analisar a gestão da STN em vistas a uma estrutura ótima de vencimentos e composição entre os diferentes tipos de indexadores da dívida pública. Já através dos dados da DBGG é possível observar o endividamento público, incluindo o passivo decorrente das políticas executadas pelo BC, envolvidas no ajuste monetário e cambial. Logo, estes são passivos que não decorrem de atividades fiscais do Estado e são vinculados à condução das operações compromissadas – por sua vez atreladas à taxa Selic.

4.4 A centralidade da dívida pública indexada (2002 e 2022)

Conforme disposto anteriormente, para elucidar o comportamento da ciranda financeira analisamos a seguir a gestão da dívida pública brasileira entre 2002 e 2022, destacando o conjunto de indexadores que compõe a DPMFi e as operações compromissadas sobre a DBGG.

Deste modo, analisaremos o comportamento dos indexadores que compõem a estrutura da DPMFi, quais sejam: prefixados e índices de preços, taxa de juros flutuante – Selic – e câmbio. Em termos de gestão da dívida pública, os dois primeiros indexadores (prefixados e preços) compõem o conjunto que fornece maior estabilidade e alongamento à estrutura da dívida pública. Por sua vez, os dois últimos indexadores (taxa de juros e câmbio) compõem o conjunto que proporciona maior vulnerabilidade e menor prazo à composição da dívida pública, sob responsabilidade e administração da Secretaria do Tesouro Nacional (STN).

Para tanto, são utilizados os dados apresentados na publicação anual do Tesouro Nacional sobre a DPF e DPMFi, o Relatório Anual da Dívida Pública Federal (RAD), baseados na análise do Plano Anual de Financiamento (PAF). A publicação dos RADs teve início em 2003 e refere-se sempre à execução do PAF feita no ano anterior (logo, o RAD de 2003 refere-se ao ano de 2002 e assim por diante). Somado à mais recente publicação do RAD feita em 2023, referente ao ano de 2022, totalizam 20 anos de análise sobre a DPMFi, sob administração da STN.

A análise dos últimos 20 anos do comportamento e distribuição dos indexadores que compõem a DPMFi é feita conjuntamente à análise do comportamento das operações compromissadas, de responsabilidade do Banco Central, as quais, como apresentado anteriormente, são indexadas à taxa de juros Selic e contabilizadas pela DBGG.

Sob contexto de taxa básica de juros elevada, as operações compromissadas realizadas pelo BC, baseadas na taxa Selic, e a gestão da dívida pública realizada pela STN, sob o anteparo de um sofisticado sistema de indexadores, possibilitou alta rentabilidade e liquidez aos detentores de riqueza. Decorrendo, daí a centralidade dos títulos públicos indexados para a ciranda financeira no Brasil.

4.4.1 Operações Compromissadas

Em sua condução da política monetária visando ao atingimento das metas de inflação, o BC tem à sua disposição instrumentos de condução da liquidez monetária na economia nacional, quais sejam, as operações compromissadas e o ajuste dos compulsórios bancários¹²⁴. Como tratado anteriormente, a Lei de Responsabilidade Fiscal extinguiu a emissão de títulos pelo Banco Central no mercado monetário. Em seu lugar, instituiu-se a Conta Única, a qual estabeleceu os títulos do Tesouro para a realização das operações de controle da liquidez monetária pelo BC. Deste modo, o custo fiscal das operações de política monetária realizadas pelo BC passou a ser registrado devidamente junto ao Tesouro.

As operações compromissadas são realizadas pelo BC com base em títulos públicos emitidos pelo Tesouro Nacional, os quais são transferidos deste para o BC. Quando esses títulos são utilizados como lastro para as operações compromissadas realizadas pelo BC, eles se tornam passivo do Tesouro¹²⁵.

¹²⁴ Um terceiro grupo é baseado no poder regulatório dos bancos centrais, notadamente os chamados depósitos compulsórios das instituições financeiras na autoridade monetária, remunerados ou não, calculados como base na aplicação de alíquotas sobre os depósitos recebidos por elas. Por esse meio, os bancos centrais logram também modificar a liquidez da economia, só que de modo menos flexível que o propiciado pelas operações de mercado aberto, já que essas transações financeiras já ocorrem regularmente no mercado, enquanto os compulsórios envolvem mudanças de regras, seguidas de um tempo para o ajuste operacional das instituições financeiras. Por isso, os compulsórios são mais apropriados para alterações mais intensas e duradouras das condições de liquidez da economia. PELLEGRINI, 2017, p. 7.

¹²⁵ Cf. PELLEGRINI, 2017, p. 4.

As operações compromissadas são principal instrumento do BC para realizar a condução da liquidez da economia (GOBETTI e SCHETTINI, 2010; PELLEGRINE, 2017), pois constituem instrumento capaz de oferecer efetividade e agilidade à administração da liquidez. Esta exige da Autoridade Monetária intervenções ágeis junto às instituições financeiras, o que significa que o prazo das operações com direito de recompra podem variar de poucos dias ou até um único dia¹²⁶. Deste modo, a taxa de juros negociada nas operações compromissadas diz respeito à meta operacional de política monetária (taxa Selic), em conformidade com o atingimento da meta para a inflação fixada pelo Copom.

Entre os anos de 2002 e 2005, o país resgatou parte relevante da dívida externa perante o sistema financeiro internacional e passou a ampliar o estoque de reservas internacionais estimulado pela redução da exposição da dívida externa brasileira. Como reflexo da adoção da política de acúmulo de reservas internacionais pelo BC, em 2006, as operações de esterilização monetária implicaram expressiva ampliação das operações compromissadas.

A carteira (de títulos do BC) passou a exibir um crescimento mais acelerado após 2007, justamente o período em que o Brasil começou a acumular reservas internacionais com mais intensidade. A relação entre crescimento da carteira de títulos do BCB e reservas internacionais é a seguinte: para cada dólar adquirido pelo BCB em mercado, a autoridade monetária necessita esterilizar o efeito monetário de sua compra. Para tal, realiza operações compromissadas, retirando de circulação os reais que foram dados em troca dos dólares adquiridos. Caso esta operação não seja realizada, o nível de liquidez na economia aumenta de forma indesejável, dificultando o controle inflacionário. E dado que as compromissadas têm como lastro os títulos públicos do TN, o BCB precisa de mais títulos públicos na medida em que crescem as aquisições de reservas internacionais.

Contudo, a própria emissão de títulos para a cobertura do resultado financeiro negativo, principalmente a equalização cambial associada com o estoque de ativos internacionais, já representa um elemento de grande monta na preservação no tamanho da carteira do BCB adequado às necessidades da política monetária. (STN, 2019b, p.18)

Por sua vez, com a adoção da política de acúmulo de reservas cambiais a partir de 2006, orientada como forma de redução do risco cambial e manutenção da condição externa alcançada pela economia, o Banco Central passou a comprar quantia volumosa de dólares. Assim, as reservas internacionais cresceram 74% entre 2006 e 2007, quando passaram de R\$

126

Ibidem.

183 bilhões para R\$ 319 bilhões, conforme **Tabela XVII** seguinte, gerando, por sua vez, uma expansão da liquidez monetária.

Tabela XVII. Reservas Internacionais (R\$ milhões)

Ano	R\$ milhões	Ano	R\$ milhões
2002	133.610	2012	762.303
2003	142.387	2013	880.109
2004	140.468	2014	993.329
2005	125.884	2015	1.439.630
2006	183.455	2016	1.212.883
2007	319.248	2017	1.263.334
2008	483.140	2018	1.451.720
2009	416.050	2019	1.438.279
2010	481.004	2020	1.847.836
2011	660.058	2021	2.021.062

Fonte: Banco Central. Elaboração Própria.

Em resposta a essa expansão, o BC lançou mão de seus instrumentos de controle da liquidez para executar a esterilização monetária, as operações compromissadas, que, em 2006, registraram um aumento de 108% em relação a 2005, conforme **Tabela XVIII** seguinte.

Tabela XVIII. Operações Compromissadas (2002 – 2021) (R\$ milhões)

Ano	R\$ milhões	% pib	Ano	R\$ milhões	% pib
2002	77.089	5,18	2012	523.995	10,88
2003	65.810	3,83	2013	528.734	9,92
2004	58.892	3,01	2014	809.063	14,00
2005	37.168	1,71	2015	913.280	15,23
2006	77.367	3,21	2016	1.047.484	16,71
2007	187.416	6,89	2017	1.064.980	16,17
2008	325.155	10,46	2018	1.128.342	16,11
2009	454.710	13,64	2019	951.508	12,88
2010	288.666	7,43	2020	1.235.799	16,55
2011	341.878	7,81	2021	981.436	11,31

Fonte: Banco Central. Elaboração Própria.

Dado o volume de moeda estrangeira acumulada, a Lei 11.803 de 2008 passou a assegurar a disponibilidade de títulos para o BC promover o controle de liquidez, *determinando que o Tesouro emitisse títulos a favor do BC sempre que a sua carteira de títulos livres atingisse valor inferior a R\$ 20 bilhões*. Com isso, tal legislação reforçou e promoveu a autonomia operacional do BC na condução da política monetária. (LEISTER, 2012, p. 31).

Em 2008-09, no contexto da deflagração da crise financeira global, o BC relaxou o depósito compulsório das instituições financeiras, conforme gráfico seguinte, para fomentar a liquidez do sistema (Cf. STN, 2008, p.14). No auge da crise de 2008, contudo, a medida de estímulo à liquidez do sistema financeiro brasileiro acabou estimulando o aumento das *aplicações interfinanceiras, puxada pelas operações compromissadas* (OLIVEIRA; VAZQUEZ, 2017, p. 108). Com efeito, em 2009 as operações compromissadas atingiram 13,6% do PIB em 2009¹²⁷.

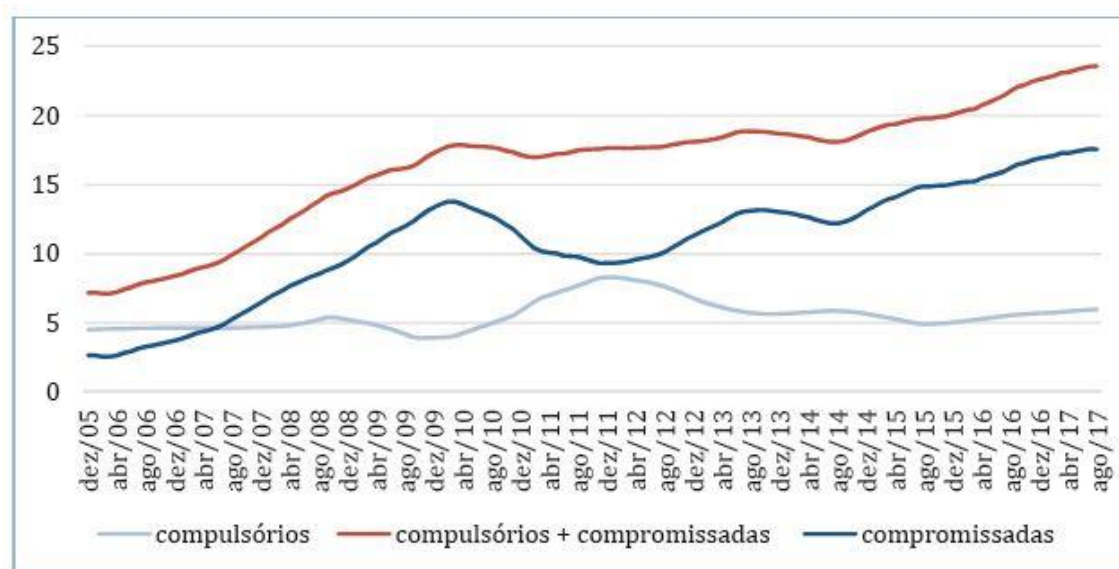
Conforme constata Oliveira:

Pode-se verificar um aumento importante da participação das aplicações interfinanceiras de liquidez entre o primeiro trimestre de 2007 e o terceiro de 2009, com destaque ao período imediatamente posterior à eclosão da crise de 2008, no terceiro trimestre de 2008. Entre setembro de 2008 e setembro de 2009, essas operações aumentaram de pouco menos de 16% do ativo total para pouco mais de 20%, revelando a maior preferência por ativos de maior liquidez por parte do sistema bancário, visto que as aplicações interfinanceiras incluem: i) aplicações em operações compromissadas; ii) aplicações em depósitos interfinanceiros; iii) aplicações voluntárias no Banco Central; iv) aplicações em depósitos de poupança; v) aplicações em moedas estrangeiras; e vi) outras aplicações financeiras. (...) Contudo, as aplicações em operações compromissadas são as mais relevantes desta conta e aumentaram bastante no período, revelando o aumento da preferência por ativos mais líquidos por parte do sistema bancário, no contexto de maior incerteza decorrente da eclosão da crise, em 2008. (OLIVEIRA; VAZQUEZ, 2017, p. 165).

¹²⁷ (...) as inúmeras medidas de alívio monetário adotadas pelo governo no segundo semestre de 2008 acabaram redundando em aumento de operações compromissadas. Ou seja, o Bacen liberou dinheiro do compulsório para os bancos, mas ao mesmo tempo tomou esse dinheiro emprestado novamente, trocando um passivo por outro. (GOBETTI, 2010, p. 28).

O **Gráfico 5** abaixo apresenta o crescimento da utilização das operações compromissadas em relação aos compulsórios no período agudo da crise financeira iniciada em 2008, corroborando a afirmação de que a liquidez disponível na economia foi remanejada internamente, através das operações compromissadas.

Gráfico 5. Operações compromissadas e compulsórios
(%PIB – média dos últimos 12 meses)



Fonte: Banco Central¹²⁸ (PELLEGRINE, 2017).

Em 2010, passado o pior momento da crise financeira global, as operações compromissadas caíram para R\$ 288,66 bilhões, subindo um pouco em 2011, para R\$ 342 bilhões. Entre 2012 e 2013, por sua vez, elas registraram respectivamente R\$ 524 bilhões e R\$ 529 bilhões, voltando ao patamar em torno de 10% do PIB.

Em 2014, no contexto de desaceleração econômica e juros elevados, houve uma elevação de 53% nas operações compromissadas voltadas ao controle da liquidez do mercado, para R\$ 809 bilhões, atingindo 14% do PIB. Com a recessão econômica e crise política em 2015 e 2016, tais operações alcançaram 16,7% em 2016, permanecendo em torno desse patamar até 2018.

Entre 2020 e 2021, a trajetória de baixo dinamismo econômico em associação ao contexto de pandemia da Covid-19, a qual impôs séries de restrições à circulação de pessoas

¹²⁸ PELLEGRINE. Instituição Fiscal Independente, 2017.

no mundo inteiro, impactando a sociedade e economia de todos os países, conforme sua vulnerabilidade, levou a queda das expectativas inflacionárias e a taxa de juros reais a um patamar negativo, de -2,5%. Nesse ano a economia apresentou crescimento negativo do PIB de -3,3% e novo aumento da liquidez, observada pelo aumento de aproximadamente 28% nas operações compromissadas.

Durante a pandemia, o BC fez alterações sobre a alíquota do compulsório em decorrência da pandemia, como forma de ampliar a liquidez da economia, contudo, a redução do compulsório de 25% para 17% em março de 2020, refletiu no aumento de 13% em 2019, para 16,5% do custo das operações compromissadas no PIB em 2020, o correspondente a elevação de R\$ 951 bilhões, para R\$ 1.235 trilhões (16,5% do PIB).

4.4.2 Dívida pública indexada

As diretrizes gerais da administração da dívida pública federal que permeiam todos os Planos Anuais de Financiamento, os PAFs do Tesouro Nacional, se resumem a alongar o prazo médio da DPF através dos títulos prefixados e remunerados pela variação de preços, menos sensíveis a choques e flutuações e portadores de prazos de vencimento mais longos, ao mesmo tempo em que buscam reduzir a composição de títulos flutuantes e cambiais, os quais pressionam a estrutura da dívida pública ao curto prazo, ampliando a sensibilidade da estrutura da dívida às possíveis variações e aos choques cambiais e de juros. Deste modo, a análise sobre o financiamento interno da economia e o comportamento dos indexadores dos títulos leva em consideração os prazos de financiamento e a composição da base de investidores.

As mudanças na composição e na estrutura de vencimentos da dívida pública são conduzidas de modo gradual, pois o Tesouro Nacional ajusta sua administração ao ritmo e às condições de custo e prazo das alternativas de financiamento (STN, 2016, p. 29), as quais, por sua vez, tem seu comportamento atrelado às expectativas econômicas e à condução macroeconômica. A modificação da estrutura de vencimento passa pela redução da participação de títulos vencendo em 12 meses, pois sua variação impacta sobre a formação do prazo médio e da vida média da DPMFi. A condução paulatina é feita a fim de garantir

estabilidade entre os prêmios de risco dos títulos de prazos mais longos e a utilização de títulos flutuantes e prefixados de curta maturação, implicando sobre o risco de refinanciamento da DPMFi¹²⁹.

A ampliação da base de investidores, por sua vez, é entendida pela STN como condição necessária para produzir uma estrutura menos vulnerável e ampla da dívida, alterando o risco de mercado.

No período entre 2003 e 2006, a prioridade da administração da STN foi a de reduzir o risco cambial a que a estrutura da dívida estava exposta. Em 2006, o País eliminou boa parte dos títulos podres através do resgate dos títulos Bradies e dos C Bonds¹³⁰, gerando relevante redução da dívida externa e promovendo a mudança da estrutura da DPF, o que permitiu a atribuição do grau de investimento, entre 2007 e 2008, por diversas agências estrangeiras de classificação de risco (*rating*).

Em 2005 e 2006, os títulos indexados ao câmbio respondiam, respectivamente, por 2,7% e 1,3% da DPMFi. A melhora das contas externas do País, com a antecipação de pagamentos ao Clube de Paris e ao FMI em 2006, tornou-se incentivo à participação do investidor estrangeiro na composição da dívida interna, promovendo a melhora na composição e na estrutura de vencimentos da dívida pública. Neste ano, o prazo médio da DPF se situou em 36,6 meses, enquanto o da DPMFi situou-se em 31,1 meses (STN, 2006, p. 27)

A estratégia do Tesouro de aumentar o prazo de maturação da dívida contou com a maior propensão ao risco dos investidores estrangeiros, em oposição aos investidores nacionais, avessos ao risco e tradicionalmente menos dispostos à compra de títulos de prazos mais longos (Cf. STN, 2006, p.23)¹³¹.

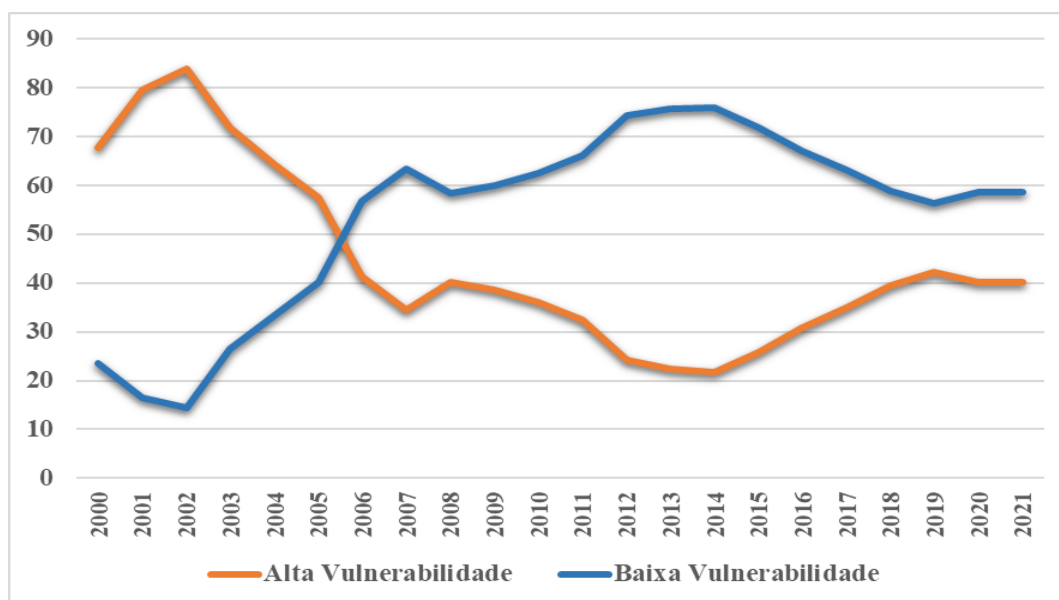
¹²⁹ É claro que existe um custo, especialmente no que diz respeito à distribuição orçamentária, o qual, como tratado anteriormente, não é contabilizado no esforço fiscal primário. O custo fiscal da DPF é analisado sobre o esforço fiscal exigido pelo Estado e Governo sobre o conjunto da economia. O risco de *default* sobre o financiamento interno não é considerado, é uma contradição em termos, contudo, ao levar-se em consideração a hierarquia das moedas; a dívida interna brasileira é menos consolidada que a de um País com moeda internacional.

¹³⁰ Em relação à Dívida Externa, em particular, o Tesouro atuou fortemente buscando sua melhora estrutural, processo iniciado em 2005 com o resgate dos C-Bonds e que teve sequência em 2006, por exemplo, com o pré-pagamento dos demais Bradies. Isso permitiu que se eliminassem os últimos resquícios de um episódio conturbado de nossa história. Destaca-se também o programa de recompra dos títulos externos com vencimentos até 2012, o qual visou à suavização do fluxo de pagamentos nos próximos exercícios. Tais operações, em conjunto com outras, permitiram reduzir o estoque da Dívida Pública Federal externa em US\$ 16,7 bilhões, o que, associado ao aumento das reservas internacionais do País, permitiu que o Brasil acumulasse recursos suficientes em moeda estrangeira para pagamento da totalidade da dívida pública externa, fato também inédito em nossa HISTÓRIA RECENTE. (STN, 2006, p. 3)

¹³¹ O Tesouro vê o investidor estrangeiro como um importante parceiro para melhorar o perfil da dívida pública, devido à sua maior propensão ao risco. (...) Por possuírem maior demanda por títulos prefixados e

Com o maior ingresso de estrangeiros no País e a ampliação do investimento de Fundos de Investimento e Aposentadorias, aumentou a busca por títulos prefixados (LTN, NTN-B, NTN-F). Esses títulos, por sua vez, descrevem o conjunto de indexadores de menor vulnerabilidade a mudanças sazonais e flutuações de juros e câmbio. Conforme o **Gráfico 6**¹³², a partir de 2003, nota-se importante alteração da estrutura de indexadores da DPMFi, que permanece até 2014 quando inicia um processo de reversão. Já em 2006, a participação de títulos de baixa vulnerabilidade ultrapassou a de títulos de alta vulnerabilidade (indexados à taxa Selic e à variação cambial).

Gráfico 6. Comportamento dos indexadores da DPMFi entre 2000 e 2021
Distribuição percentual da dívida por indexador (%)



Fonte: Banco Central, Elaboração própria
Baixa Vulnerabilidade: Índice de preços e prefixados
Alta Vulnerabilidade: Selic e Câmbio
Dados DBGG antiga metodologia

referenciados por índice de preços com prazo mais longo, auxiliam na consecução das diretrizes traçadas nos PAFs (STN, 2006, p. 23)

¹³² O gráfico de elaboração própria apresentado a seguir baseia-se nos dados fornecidos pela DBGG pela antiga metodologia, os dados relativos aos custos com juros relativos aos indexadores são apresentado separados dos custos relativos à condução de emissões compromissadas (conforme definição trazida junto da tabela nº 9A da NFSP a qual apresenta as principais variáveis explicativas da evolução da conta de juros da DBGG (metodologia vigente até 2007), a qual considera todos os títulos do TN na carteira do BCB e exclui operações compromissadas). Ou seja, pela antiga metodologia da DBGG temos acesso ao conjunto de dados sobre os indexadores dívida sobre responsabilidade do Tesouro Nacional, a DPMFi, conforme o **Gráfico 6**.

A trajetória ascendente dos títulos de baixa vulnerabilidade junto ao perfil da DPMFi desacelerou no período seguinte, correspondente à crise financeira internacional iniciada em 2008. Conforme pode ser observado no **Gráfico 6** entre 2008 e 2009, período em que o País atravessa a crise financeira internacional, há a maior oferta de títulos indexados à Selic e ao câmbio – ou seja, de maior vulnerabilidade –, conforme estratégia adotada pelo Tesouro Nacional para reduzir a exposição dos prefixados ao aumento do prêmio de risco e, conseqüentemente, ao aumento dos juros na estrutura prolongada da dívida, (Cf. STN, 2008, p. 36)

Entre 2007 e 2008, o País conquista o grau de investimento estrangeiro em meio à crise financeira internacional, consolidando a confiança na economia brasileira perante o sistema financeiro internacional em um cenário de forte turbulência, e permitindo a rápida recomposição dos investimentos externos¹³³ (Cf. STN, 2008, p. 6). A elevação da economia do País a grau de investimento associada à isenção de imposto de renda aos investidores não-estrangeiros, através da Lei nº 11.312 de 2006, promoveu a entrada de capital estrangeiro e diversificou a composição de investidores da DPMFi, indo ao encontro à proposta da STN de promover a redução dos títulos com maior vulnerabilidade por aqueles de menor vulnerabilidade. Nota-se que, no caso dos investidores estrangeiros, há maior participação de títulos de dívida pública de prazos mais longos e prefixados e/ou atrelados a índices de preços, também por conta da atratividade do retorno dessas operações relativamente aos custos de captação. Esses últimos foram especialmente buscados pelos fundos de previdência que ampliaram a sua participação na DPMFi após a obtenção do grau de investimento e passaram a ampliar a participação em sua carteira de títulos indexados ao IPCA, as NTN-Bs. O prazo médio da DPF passou de 39,2 meses em dezembro de 2007 para 42 meses ao final de 2008 (STN, 2008, p. 6).

Contudo, a atuação do COPOM¹³⁴ em 2008 para conter o aumento da pressão inflacionária (o índice IPCA passara de 4,46% em 2007 para 5,9% em 2008) elevou a taxa de juros reais de 6,19% no ano anterior para 8,55%, conforme **Tabela XIX** abaixo.

¹³³ A *Standard and Poor's* elevou a nota do País em 30 de abril, seguida pela *Fitch Ratings*, que promoveu a elevação em 29 de maio. Apesar de o Brasil já ser considerado *investment grade* na dívida interna (que representa mais de 90% da dívida pública federal), a classificação utilizada como referência para definir o grau de “risco” do emissor é a da dívida externa, sendo esse o sinalizador” utilizado por muitos investidores para decidir quanto à aplicação em um país (...) Essa classificação, dada em um momento de incerteza internacional, ratificou a posição brasileira como um dos importantes destinos de recursos daqueles que buscam segurança em seus investimentos de longo prazo, o que reforça a trajetória de continuidade do crescimento sustentável da economia. (STN, 2008, p. 20)

¹³⁴ No Brasil, os riscos inflacionários permaneciam elevados em setembro: (i) os indicadores de atividade mostravam demanda aquecida; (ii) apesar da desaceleração na margem, os índices de preços continuavam a mostrar uma inflação divergente da meta para o ano; e (iii) a crise internacional passou a pressionar a taxa de

Tabela XIX. Taxa de juros reais (acumulado até dezembro de cada ano)

Ano	Taxa de juros reais	Ano	Taxa de juros reais
2007	6,19	2015	4,65
2008	8,55	2016	8,18
2009	4,89	2017	3,77
2010	5,99	2018	2,35
2011	5,16	2019	0,3
2012	1,11	2020	-2,5
2013	4,14	2021	0,01
2014	5,92	2022	8,64

Fonte: Banco Central. Elaboração Própria

Em consequência, o aumento da execução de operações compromissadas no mercado aberto imprimiu comportamento distinta à DBGG em relação àquela dirigida pelo Tesouro Nacional junto à coordenação estratégica de seus indexadores. Ainda nesse ano, fruto do da crise financeira global deflagrada em setembro de 2008, ocorreu a desvalorização cambial do real, pressionando o custo da DPF no período¹³⁵.

A Deterioração do cenário econômico externo e os maiores riscos inflacionários domésticos foram os principais fatores que contribuíram para a deterioração da curva de juros brasileira em 2008, quando comparada às curvas dos anos anteriores. (...) No início de 2008, o ritmo de expansão da demanda doméstica continuava robusto e reforçava os temores de que a inflação pudesse divergir da trajetória de metas, mesmo com a expansão dos investimentos. Além disso, a tendência de crescimento dos preços dos alimentos, em parte resultante da elevação dos preços das commodities alimentícias nos mercados internacionais, também contribuía para o risco de concretização de um cenário inflacionário interno menos favorável. (...) A piora do cenário econômico externo foi o principal fator de pressão sobre a curva de juros doméstica ao longo do ano. (STN, 2008, p. 9)

câmbio, elevando os riscos de um passthrough³ positivo. Apesar desses riscos, cresceram as preocupações do COPOM de que pudesse haver uma desaceleração mais forte da atividade econômica local, uma vez que a crise internacional começava a afetar a oferta doméstica de crédito. Isso se refletiu na divisão entre os membros do COPOM na reunião de setembro a respeito da magnitude de elevação da taxa Selic. Três membros do COPOM votaram pela elevação da Selic em 50 p.b., argumentando que os sinais de desaceleração da atividade econômica nas economias avançadas, a queda nos preços das commodities, as consequências da de alavancagem financeira sobre as condições creditícias e os efeitos defasados da política monetária teriam implicações benéficas sobre o cenário de inflação no Brasil. Entretanto, os outros cinco membros do Comitê consideraram que, mesmo com as perspectivas negativas para o crescimento econômico mundial, os riscos sobre o cenário inflacionário ainda não haviam apresentado melhora sufi cientemente convincente. Nesse contexto, esses membros do Copom acharam mais adequado aumentar a taxa Selic em 75 p.b. (STN, 2008, p. 13)

¹³⁵ Entre os dias 4 de agosto e 22 de outubro, a taxa de câmbio R\$/US\$ passou de 1,562 para 2,38, totalizando uma desvalorização de 52,4% no período. A forte subida do dólar levou o Banco Central do Brasil (Bacen) a intervir no mercado de câmbio (STN, 2008, p. 14)

O comportamento avesso ao risco dos detentores de riqueza financeira do País diante da crise foi a de manter seus investimentos em títulos de curto prazo e elevada taxa de juros reais. Tal movimento deu-se através dos títulos disponibilizados pelo Tesouro Nacional, com a oferta de LFTs de curto prazo e indexadas à Selic (conforme observado na **Tabela XX** sobre a composição da DPMFi, a participação de LFTs em 2008 e 2009 foi de respectivamente 43,4% e 47,2%).

Tabela XX. Distribuição percentual da dívida, principais indexadores %

Ano	Selic	Índices de preços	Prefixada	Cambial	Outros	Ano	Selic	Índices de preços	Prefixada	Cambial	Outros
2006	35,6	20,2	30,0	11,8	2,4	2014	37,7	24,6	29,2	5,8	2,7
2007	37,6	22,3	30,3	7,7	2,2	2015	39,2	23,2	28,1	6,9	2,6
2008	43,4	22,5	24,0	8,5	1,7	2016	43,8	22,8	25,4	5,5	2,5
2009	47,2	21,2	24,4	5,6	1,6	2017	44,8	21,8	25,9	5,3	2,1
2010	39,1	23,2	30,7	5,3	1,7	2018	47,6	20,3	24,4	5,9	1,9
2011	38,7	24,0	30,8	4,8	1,7	2019	48,1	20,2	23,9	6,1	1,7
2012	36,0	26,6	30,8	4,9	1,7	2020	46,1	19,2	26,3	7,0	1,4
2013	33,4	26,7	32,3	5,4	2,3	2021	44,7	23,7	23,3	7,0	1,3

Fonte: Banco Central Elaboração própria

Em 2009, o país alcançou condição de credor do FMI, condição inédita da economia, ampliando o espaço internacional do país e a participação de não-residentes e de Fundos de Previdência. As boas condições apresentadas pela economia reverteram o cenário cambial anterior, provendo a redução da DPF. Nesse contexto, a política de reservas internacionais é louvada como importante fator de estabilidade frente à crise internacional.

A elevação à condição de investimento associada à redução das expectativas de inflação, verificada a partir do terceiro trimestre de 2009, conforme tabela XXI seguinte, fez com que o BC desse início a política de flexibilização monetária, através da redução da taxa de juros pelo COPOM. Frente à redução das expectativas da inflação, registrou-se redução da posição de títulos indexados à taxa Selic para títulos remunerados pela variação de preços, de baixa vulnerabilidade na DPMFi.

No Brasil, nos dois últimos meses do ano, a divulgação de índices de inflação corrente inferiores às estimativas de mercado e de dados econômicos mostrando recuo no nível de atividade ampliou as apostas de mercado de que a taxa Selic assumiria tendência de queda a partir de janeiro de 2009. (...) O fato de o COPOM ter tornado público que havia discutido a possibilidade de redução de 25 p.b. na Selic em sua última reunião no ano, ainda que a taxa tenha sido mantida em 13,75%

a.a., e também a confirmação de que os membros do Comitê estavam preocupados com a desaceleração da atividade econômica local, corroborou a percepção em mercado em relação à trajetória da Selic. (STN, 2008, p. 15)

Junto com essa mudança no cenário econômico doméstico, a melhora da percepção de risco dos investidores estrangeiros com relação ao auge da crise financeira internacional contribuiu para a queda dos prêmios de risco da curva de juros doméstica brasileira e a considerável diminuição das taxas]. (STN, 2008, p. 15)

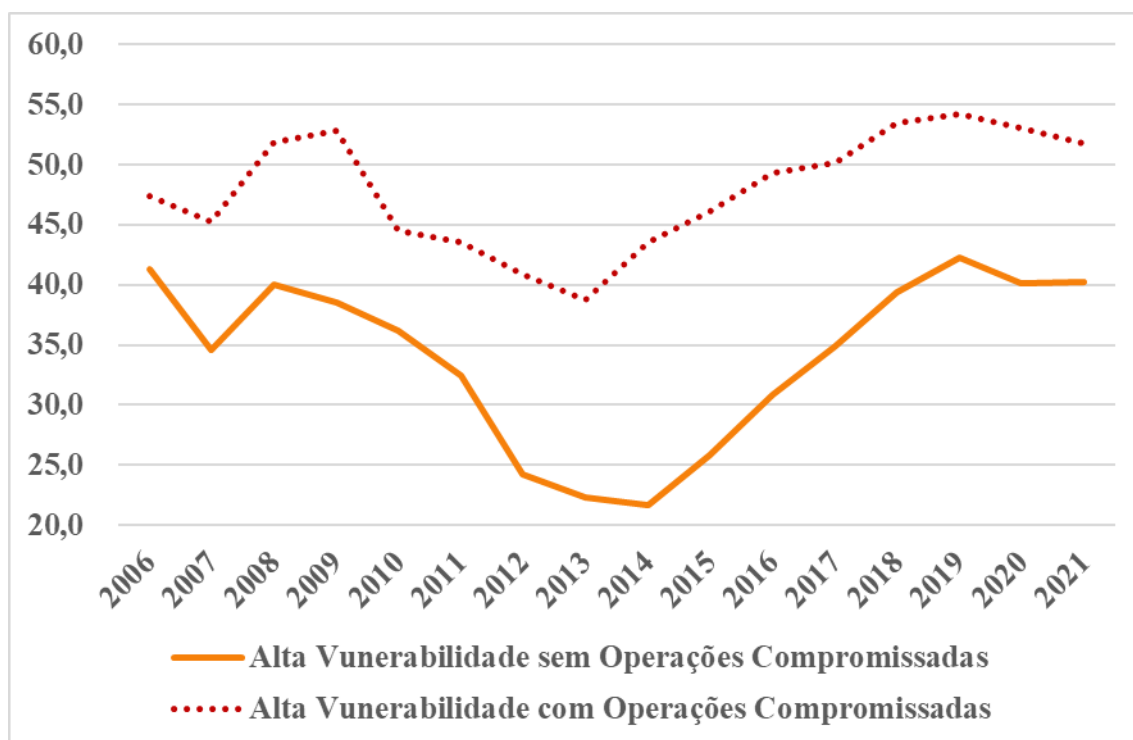
A melhora das condições econômicas associada à ampliação da base de investidores em meio à crise de 2008, ou seja, ao aumento da presença de não-residentes, permitiu a manutenção da estrutura de vencimento de baixa vulnerabilidade e composição realizada pela STN em patamares elevados. A vida média¹³⁶ da DPF foi de 5,5 anos, mostrando estabilidade com relação a 2009, quando registrou 5,53 anos (Cf. STN, 2010, p. 28)

Aumento da participação dos juros prefixados, que alcançou 36,6%, [30,7% na DPMFi] maior valor da série desde seu início, em 1990, e a consequente diminuição na proporção de dívida remunerada pela taxa Selic. A soma do percentual de títulos prefixados e remunerados por índices de preços também registrou recorde histórico, de 63,3% (STN, 2010, 6)

Conforme **Gráfico 7** a seguir, são comparadas as trajetórias dos indexadores de alta vulnerabilidade com a inclusão e sem a inclusão de operações compromissadas. Mesmo em condições de estabilidade econômica e gestão da estrutura da DPF e DPMFI positivas registradas entre 2010 e 2014, a condução feita pelo Copom para a manutenção das expectativas da inflação dentro da meta, oportunizou ao mercado investimento de curto prazo e elevada taxa de juros reais.

¹³⁶ Vida média diferente do resultado de prazo médio pois não leva em consideração em seu cálculo os pagamentos de cupons intermediários. Os dados de vida média são utilizados internacionalmente permitindo a análise comparada através deste índice.

Gráfico 7. Evolução dos indexadores de Alta vulnerabilidade com e sem Operações Compromissadas. Distribuição percentual da dívida (%)



Fonte: Banco Central, Elaboração própria.

Baixa Vulnerabilidade: Índice de preços e prefixados.

Alta Vulnerabilidade: Selic, Câmbio e Operações compromissadas.

Para o enfrentamento da piora das condições econômicas externas, o incentivo ao mercado doméstico foi adotado como saída à desaceleração internacional e passou a ser o centro das políticas anticíclicas adotadas pelo Governo. A emissão direta de títulos do Tesouro ao BNDES para ampliar a atuação do banco de desenvolvimento junto a economia produtiva foi medida de destaque do período. Em 2010, são anunciadas os projetos e medidas relativos ao Programa de Aceleração do Crescimento, o PAC, com os investimentos do BNDES, assim como a previsão da segunda fase do Programa.

A partir de 2010 os Relatórios Anuais da DPF trazem dados sobre a composição da base de investidores da DPMFi. A análise dos dados apresentada dispõe que em 2010, a base de investidores da DPMFi esteve distribuída da seguinte forma: 37,3% bancos, 30,2% fundos, 14,4% fundos de previdência, 11,6% não-residentes, 3,8% seguradoras e 2,4% outros.

Já a distribuição dos indexadores por detentor em 2010 foi a seguinte: a carteira dos Fundos em 2010 foi composta por 59,6% de títulos indexados à taxa de juros Selic, seguido por 29,6% da carteira dos bancos e 23,6% de Seguradoras. Os títulos prefixados

corresponderam a 83,2% dos títulos de não-residentes, seguido por 49,4% da carteira de Instituições Financeiras e 22,8% de Fundos de Investimento. Índice de preços corresponderam a 73,8% da carteira de Fundos de Previdência.

Do ponto de vista da distribuição por prazo de vencimento, a carteira dos investidores foi distribuída da seguinte forma: 31,1% dos títulos carregados por Instituições Financeiras possuíam até 1 ano de maturação, seguido por 22% de não residentes e 16,4% de fundos de investimento. Títulos com maturação de 1 a 3 anos representavam a carteira de 46,3% de Fundos de Investimento, 45,7% de não-residentes e 41,5% de Bancos. Por sua vez, títulos entre 3 e 5 anos de maturação corresponderam a 25,6% da carteira de Fundos de Investimento, 20,9% da carteira de não-residentes e 18,4% de Bancos. Por fim, títulos com maturação superior a 5 anos compuseram 52,6% da carteira de fundos de previdência, seguido por 40,9% de seguradoras e 11,7% de fundos. (Cf. STN, 10, p. 39).

A apresentação feita sobre a base de investidores sofre alterações quanto a distribuição dos grupos, entretanto, os que aparecem maior número de vezes entre 2010, quando a STN inicia a divulgação de dados relativo aos investidores, e 2022, são os seguintes:

i) Instituições Financeiras: carteira própria dos bancos comerciais (incluindo estatais e de desenvolvimento) e de investimento nacionais e internacionais, além de corretoras e distribuidoras

ii) Fundos: todas as aplicações em títulos públicos feitos a partir de fundos de investimento, excetuando-se aquelas detidas por ou com participação de fundos de previdência, investidores não residentes, seguradoras, governo e Instituições Financeiras.

iii) Investidores não-residentes: individuais ou coletivos, pessoa física ou jurídica de Fundos ou de outras entidades de investimento coletivo, com residência, sede ou domicílio no exterior. Está incluso os títulos detidos por não residentes carregados por fundos de investimento.

iv) Previdência e Seguradoras: Previdência aberta, fechada, dentre outros.

v) Governo: fundos e recursos administrados pela União, tais como FAT, FGTS, Fundos Extramercados, Fundo Soberano, fundos garantidores. (STN, 2011, p. 41)

Em 2011, importante medida junto aos Fundos Extramercados é tomada conjuntamente pelo Tesouro Nacional e Governo na qual é feita a mudança da carteira de investimentos dos referidos fundos públicos, os quais trocam a posição de seus investimentos junto a títulos com alta vulnerabilidade, ou seja, é feita a substituição de LFTs e demais títulos remunerados pela variação cambial e passam a compor suas carteiras, preferencialmente, com títulos prefixados e NTN-B. A mudança correspondeu a uma redução correspondente a R\$62,1 bilhões em títulos alocados anteriormente em LFT, o que correspondia a quase 11% do estoque desse título no mercado à época (STN, 2012, p. 46), impactando diretamente sobre a composição e a estrutura de vencimento da DPMFi. No mesmo ano, o Tesouro Nacional concedeu R\$60,2 bilhões em Emissões Diretas, sendo R\$50,2 ao BNDES, o que contribuiu para o aumento do estoque de DPMFi em 2011, contudo, conforme a estratégia de gestão e composição feita pelo Tesouro, ou seja, através de títulos de baixa vulnerabilidade.

No ano de 2012, é lançada a Nova Matriz Econômica, programa de condução econômica com ativa participação do Governo. Nesse ano, o Tesouro Nacional fez Emissões Diretas totalizando R\$ 191,18 bilhões. Desse total, foram destinados ao BNDES de R\$55 bilhões, distribuídos entre LTN e NTN-B, NTN-F e LTF, ao BB R\$8,1 bilhões, dividido entre LTN e NTN-F, e a CEF de R\$13 bilhões, repartidos entre LTN e NTN-B. A concessão de crédito pelos principais bancos do setor público promoveu injeção de liquidez na economia em um período no qual a crise financeira ampliava-se em direção à zona do euro e refletia-se em maior desaceleração econômica interna.

Em 2012 ocorre nova troca de carteira dos Fundos Extramercados, em que R\$61 bilhões são substituídos por LTN, NTN-F e R\$38,1 bilhões do FGTS são redistribuídos entre LTN, NTN-B e NTN-F. A mudança de perfil nos Fundos Extramercados impactou positivamente na estrutura da DPMFi, conforme o gráfico 5, em um período em que ocorria a diminuição da dinâmica econômica interna, contribuindo para a manutenção da estratégia da STN em promover a baixa vulnerabilidade e o alongamento dos prazos de vencimento da DPMFi.

Entre setembro de 2012 e junho de 2013, conforme **Tabela XXI**, houve a maior redução da taxa básica de juros da série histórica, até aquele momento. A estratégia do governo, associada a concessão de crédito aos principais bancos públicos buscava promover a

liquidez econômica, o que incluiu a redução dos compulsórios no segundo semestre de 2012, conforme gráfico 6.

Ao observarmos os dados seguintes, a redução das taxas de juros ocorridas entre setembro de 2012 e junho de 2013 refletiu-se sobre a redução do mercado de LFTs, que passaram de R\$ 425 bilhões para R\$ 395 bilhões, respectivamente, correspondendo a uma redução de 7% do valor relativo às LFTs, conforme **Tabela XXII**.

Tabela XXII. Taxa de juros reais (%), PIB (%), LFT (R\$ milhões) (2007 – 2022)

Ano	Taxa de juros reais	PIB	LFT	Ano	Taxa de juros reais	PIB	LFT
2007	6,19	6,1	409.024	2015	4,65	-3,5	626.192
2008	8,55	5,1	453.131	2016	8,18	-3,3	868.480
2009	4,89	-0,1	500.224	2017	3,77	1,3	1.112.710
2010	5,99	7,5	521.705	2018	2,35	1,8	1.370.382
2011	5,16	4	548.664	2019	0,3	1,2	1.648.889
2012	1,11	1,9	424.949	2020	-2,5	-3,3	1.739.303
2013	4,14	3	395.065	2021	0,01	4,6	2.063.543
2014	5,92	0,5	418.587	2022	8,64	2,9	

Taxas de juros reais ao final do período

Fonte: Banco Central. Elaboração Própria.

Contudo, as expectativas inflacionárias acima da meta associada as medidas de ampliação da liquidez resultaram novamente no comportamento conservador dos investidores, refletindo no aumento das operações compromissadas, com reflexos sobre a trajetória descrita pela DBGG composta por títulos com alta vulnerabilidade no período.

Em julho de 2013, houve o retorno da condução de política monetária restritiva frente ao o desafio de reduzir a pressão inflacionária do período, contudo, mesmo diante dessa mudança foi possível manter o Planejamento Anual de Financiamento proposto pelo Tesouro, conforme o RAD de 2014.

Em 2014, a desaceleração da economia foi aprofundada (crescimento de 0,5% do PIB), não respondendo aos estímulos propostos pela gestão do Governo. Ao registrar desempenho menor do que o esperado ao período (cf. STN, 2015), após a série de estímulos de natureza fiscal e tributária, dentre os quais, incluiu-se a isenção da folha de salários, houve o aumento da inflação (6,41% IPCA), seguido de nova elevação das taxas de juros pelo BC

(5,95%). Conforme o **Gráfico 7** o ano de 2014 foi de inflexão na manutenção da gestão realizada pela STN da estrutura e composição da DPMFi, interrompendo a trajetória de melhora iniciada em 2008, quando o país foi elevado a grau de investimento. Nesse ano todas as metas do PAF foram cumpridas: aumento do prazo médio de 4,2 em 2013 para 4,4 em 2014 e a redução do estoque de vincendo em 12 meses de 24,8% para 24% em 2014. (STN, 2014, p. 8)

A condução proposta pela STN de oferecer títulos com baixa vulnerabilidade no mercado de títulos não capturou a liquidez disponível no sistema em um contexto de redução da dinâmica econômica. Deste modo, a elevação da taxa de juros premiou a riqueza financeira em um contexto de desaceleração econômica. Entre 2013 e 2014, como já indicado, verificou-se elevação de 53% nas operações compromissadas voltadas ao controle da liquidez do mercado, de R\$ 529 bilhões para R\$ 809 bilhões.

Já entre 2015 e 2016, a economia brasileira entra em recessão em meio a ocorrência de forte turbulência econômica e política, com o registro de -3,5% e -3,3% do PIB respectivamente. A decomposição das condições econômicas anteriores interrompe a trajetória de estabilidade com baixa sensibilidade e prolongamento da estrutura da DPMFi, como aumento de títulos com maior vulnerabilidade na composição e esturra de vencimentos da DPMFi, como fruto direto da elevação da inflação e do aperto da política monetária, como também pela desvalorização cambial sofrida no período, elevando o custo da DPF no curto prazo.

Neste contexto, o aumento de aproximadamente 4 p.p. nas taxas de juros reais do período remuneraram a liquidez presente na economia, e valorizaram a riqueza financeira em um contexto de incerteza elevada. Com efeito, conforme já indicado, no ano de 2015 as operações compromissadas constituíram 15% do PIB, no ano seguinte, em 2016, a utilização das operações compromissadas representaram aproximadamente 17%, ultrapassando a marca de R\$ 1 trilhão.

Nesse período era pautado pelo Governo a introdução do mecanismo constitucional de limite aos gastos públicos, além da proposta de reforma da Previdência em discussão no Congresso Nacional, a fim retomar a formação do superávit primário interrompido em 2014, assim como a melhora as condições de financiamento da DPF. (Cf. STN, 2016, P. 10; STN, 2017, 2017).

O cenário de recessão refletiu-se na perda do grau de investimento do país em 2015 e com isso na redução da participação de não-residentes na carteira do Tesouro

Nacional, impactando diretamente sobre a composição dos títulos de menor sensibilidade a choques e maior tempo de maturação, as LTN, NTN-F e NTN-B.

Em 2016 houve menor participação das NTN-B, responsáveis por maior alongamento à DPF, o prazo médio das NTN-B caiu de 7,6 para 7,5 anos de 2015 para 2016. Já os títulos flutuantes caíram de 4,24 anos de prazo médio para 3,8 em 2016, apenas os prefixados apresentaram elevação e passaram de 1,9 para 2,2 anos em 2016. (Cf. STN, 2016, p.34)

No ano de 2015, a Comissão Monetária Nacional impôs nova resolução nº4 .444 de 13 de novembro de 2015, direcionada ao setor de Fundos de Previdência a qual impactou na distribuição dessa carteira em 2016. A resolução passou a limitar a aplicação dos recursos desses fundos em operações compromissadas em 25% do patrimônio líquido, além de estipular prazos mínimos para as carteiras de renda fixa entre 2 e 3 anos. Deste modo, recursos originalmente destinados a operações compromissadas e a títulos públicos federais de curtíssimo prazo migraram, ao longo de 2016, para títulos públicos federais de mais longo prazo. (Cf. STN, 2016, p.38).

Fundos de investimento tiveram 58% de sua carteira alocados em títulos flutuantes, seguidos por Seguradoras com 32%, seguidos por Fundos de Previdência com 24%, conforme limite imposto pela nova resolução do CMN, mostrando que esses fundos ficaram sob o limite da resolução. (Cf. STN, 2016, p.39). Por sua vez, a desvalorização cambial pressionou ainda mais os custos da DPMFi, em decorrência do carregamento das reservas. Segundo CHICOSKI (2017, p. 61).

A acumulação de reservas internacionais pelo país, principalmente após 2006 (Gráfico 1), contribuiu para a solidez da economia brasileira. Entretanto, o maior volume de ativos em moeda estrangeira no BCB trouxe volatilidade aos resultados do balanço da instituição. Em momentos de desvalorização cambial, o BCB tem elevados resultados positivos, ocorrendo o inverso em momentos de valorização cambial.

O resultado de equalização cambial é o resultado financeiro do BCB oriundo do custo de financiamento das reservas cambiais e das operações com derivativos cambiais realizadas no mercado interno. Já o resultado dos demais itens do balanço refere-se a operações com carteira de títulos públicos federais, base monetária e operações compromissadas, entre outros itens não referenciados à variação cambial.

Quando o BCB registra resultado negativo em operação cambial em decorrência da flutuação do câmbio, não há disponibilidades no balanço daquela instituição para

fazer frente ao prejuízo. Isso leva à necessidade de aporte de títulos da STN à autoridade monetária, elevando a dívida pública em poder do BCB¹³⁷.

No ano seguinte, 2017, o Grupo de Trabalho da Dívida Pública do Tesouro Nacional apresentou o PL nº 9.283/17, no qual, dentre outras medidas, propunha a alteração do relacionamento do Tesouro Nacional com o Banco Central. A proposta transformada na Lei nº 13.820 de maio de 2019, instituiu que os recursos contábeis do Bacen oriundos da valorização cambial sejam utilizados para quitar o saldo negativo de seu balanço sem transferi-lo ao Tesouro, logo a União¹³⁸.

Essa proposta vem ao encontro com o aumento do custo de carregamento que as reservas internacionais constituem, conforme o crescimento das reservas vem acontecendo desde 2006, mas especialmente com a utilização dos recursos, o BCB poderá fazer a cobertura de resultados negativos de seu balanço patrimonial, ainda de acordo com a garantia da emissão pelo TN para a carteira de títulos livres sempre que o valor de títulos atingir valor inferior a R\$ 20 bilhões.

Contudo, através do PL 9.283/17 a demanda por títulos do TN pelo BC passa a ser atenuada através da possibilidade do BCB cobrir seus resultados negativos através do seu balanço patrimonial. Com a redução da demanda de títulos para a cobertura da carteira de títulos livres, menos títulos o Tesouro Nacional emite, logo, menos impacto sobre os gastos da União. (Cf. STN, 2017, p. 21)

A partir do novo normativo, os resultados cambiais positivos constituirão reserva contábil no balanço do BCB quando este registrar resultado positivo com as operações cambiais. Essa reserva será usada posteriormente para a cobertura de eventuais resultados negativos.

A diminuição do volume de emissão de títulos do Tesouro para BCB constitui outro importante avanço do novo arranjo institucional. (...)tal redução ocorrerá em virtude da criação de uma reserva com o resultado positivo das operações cambiais, que poderá ser usada posteriormente na cobertura de eventuais resultados negativos do BCB. Dessa forma, a carteira de títulos do BCB deixará de crescer em razão da

¹³⁷ Lei sancionada em 2 de maio aperfeiçoa normativos sobre relacionamento entre Tesouro Nacional e Banco Centra. Tesouro Nacional. 2019, Disponível em: <https://www.gov.br/tesouronacional/pt-br/noticias/lei-sancionada-em-2-de-maio-aperfeiçoa-normativos-sobre-relacionamento-entre-tesouro-nacional-e-banco-central>. Acessado em: 10 mai 2022.

¹³⁸ Consequentemente, a União, a partir de tais aperfeiçoamentos, tende a gastar menos com o pagamento de juros dos títulos da carteira do BCB no futuro, representando, portanto, uma vantagem para a gestão da dívida pública, reduzindo sua necessidade de financiamento junto ao mercado ou por meio de outras fontes de recursos da CTU. Em particular, os encargos da carteira do BCB são registrados como despesas correntes e, portanto, eles criam pressão sobre a regra de ouro. (STN, 2019b, p. 28)

cobertura dos resultados negativos de seu balanço patrimonial. Consequentemente, a União tende a gastar menos com o pagamento de juros dos títulos da carteira do BCB no futuro, representando, portanto, uma vantagem para a gestão da dívida pública.

A redução do crescimento da carteira de títulos públicos detida pelo BCB é favorável para a evolução do indicador Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) apurado segundo metodologia do Fundo Monetário Internacional (FMI). Esse indicador, normalmente empregado para comparações entre países, contabiliza toda a carteira de títulos públicos em poder da autoridade monetária, e não apenas os títulos usados como lastro nas operações compromissadas com o mercado¹³⁹.

Entre 2017 e 2019 foi registrado crescimento do PIB: 1,3%, 1,8% e 1,2% respectivamente. Nesse período, a taxa de juros reais diminuiu em 3 p.p., passando de 3,77% ao final de 2017, para 2,35% ao final de 2018 e chegando a 0,3% ao final de 2019, impactando diretamente sobre o custo médio de financiamento da DPF. (Cf. STN, 2017, p.3). Nesse contexto, assim como em 2008 e 2009, o Tesouro optou pela condução ao mercado de títulos com baixa maturação, a fim de não comprometer a estrutura de longo prazo da dívida pública. Mesmo assim, a evolução da DPMFi entre 2017 e 2021 reduziu a composição de títulos de baixa vulnerabilidade, apresentando recuperação na estrutura de vencimentos da DPF/DPMFi.

Os títulos de curta maturação, como as LFTs e prefixados de curta duração possuem prêmio de risco nulo, posto que são altamente sensíveis a flutuação dos juros do mercado, em condições de turbulência econômica, o Tesouro Nacional tem optado lançar mão desses títulos por não contaminar a estrutura de longo prazo com prêmios de risco elevados. Por outro lado, o custo em si dos títulos que compõem o conjunto de alta vulnerabilidade é reduzido, enquanto a condução da política monetária é flexível, ou seja, enquanto a inflação está dentro da meta.

Quanto a composição de Carteira por Títulos, em 2017 é possível observar determinadas modificações, títulos remunerados a partir de índice de preços compunham 51% de da carteira dos Fundos de Previdência, destacando forte redução do setor. Já os títulos prefixados representaram 89% da carteira de não-residentes, contudo, tais títulos com curto prazo de vencimento de até um ano, comportamento que foi repetido nos anos seguintes. (Cf. STN, 2017, p.18)

Em 2020, por sua vez, a composição da carteira dos investidores apresentava que títulos remunerados por índice de preços eram responsáveis por 57% da carteira de Fundos de

139

Ibid.

Previdência em 2020, bem diferente dos 73,8% em 2010. Já os Prefixados eram 91% da carteira de não-residentes, contudo, com forte presença de títulos com vencimento em até um ano. Títulos com taxa de juros flutuantes eram responsável por 58% da carteira de Fundos e 37% Instituições Financeiras. (Cf. STN, 2020, p.23).

Já a distribuição dos títulos por prazo entre os investidores com vencimento de até um ano correspondeu a carteira de 41% de não-residentes, seguido por 35% Governo, apresentando crescimento da participação do Governo nessa faixa de vencimento, e 33% Instituições Financeiras. Entre 1 a 3 anos correspondeu a 41% dos papéis dos Fundos, 40% dos papéis do Governo e de Instituições Financeiras, seguido de 25% não-residentes. Entre 3 e 5 anos, 26% Seguradoras, e 22% dos títulos dos Fundos de Previdência. Vencimento superior a 5 anos correspondeu a 40% da carteira de Fundos de Previdência, uma redução de 12,6 p.p em relação a 2010. Segundo o Relatório Anual da Dívida Pública, a redução da participação de não-residentes em títulos de maior maturação refletia as condições da crise estabelecida pela COVID-19. (Cf. STN, 2020, p.23)

A forte redução das taxas de juros, por sua vez, sob patamar mais baixo da história, fomentou a formação das expectativas pelo seu aumento associada ao distencionamento das condições impostas pela quarentena e do retorno da circulação, em 2021 a inflação registrada pelo IPCA foi de 10%. A partir de julho de 2021 a condução monetária do BC foi modificada, abandonando a flexibilização monetária observada entre 2017 e 2019, com forte elevação da taxa básica de juros, o ano de 2022 fecha com 8,64%. A elevação das taxas de juros gerou impacto sobre o custo da DPMFi em meio a uma maior composição de títulos com alta vulnerabilidade. Em 2021, as emissões de LFT somaram R\$ 2 trilhões; no mesmo ano, as operações compromissadas registraram R\$ 981 bilhões.

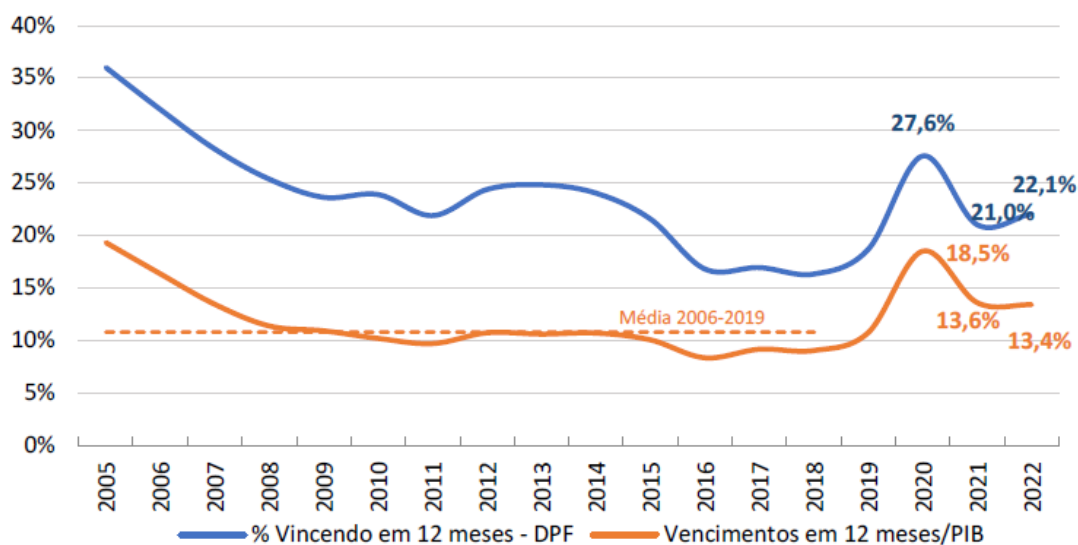
Ao longo de 2022, houve redução das emissões da DPMFi, as quais ficaram abaixo dos valores resgatados, representando uma taxa de refinanciamento de 83%. A diferença de resgates em relação as emissões foram de R\$ 219 bilhões. Contudo, no ano anterior, a taxa de refinanciamento havia alcançado 111% (Cf. STN, 2022, p.13)

Em 2022, manutenção de elevada expectativa inflacionária e com isso, a continuação da política restritiva do Banco Central quanto a taxa de juros, impactando diretamente sobre o custo e o prazo de vencimento da DPF

Mesmo assim, entre 2021 e 2022 houve a melhora do prazo médio da DPF que passou de 3,8 para 3,9 anos. (Cf. STN, 2022, P. 21). A redução de títulos vincendos em 12 meses foi interrompida após o pico registrado em 2020, quando representavam 27,6% da DPF, conforme o **Gráfico 8**, após a melhora apresentada em 2021, os títulos com vencimento

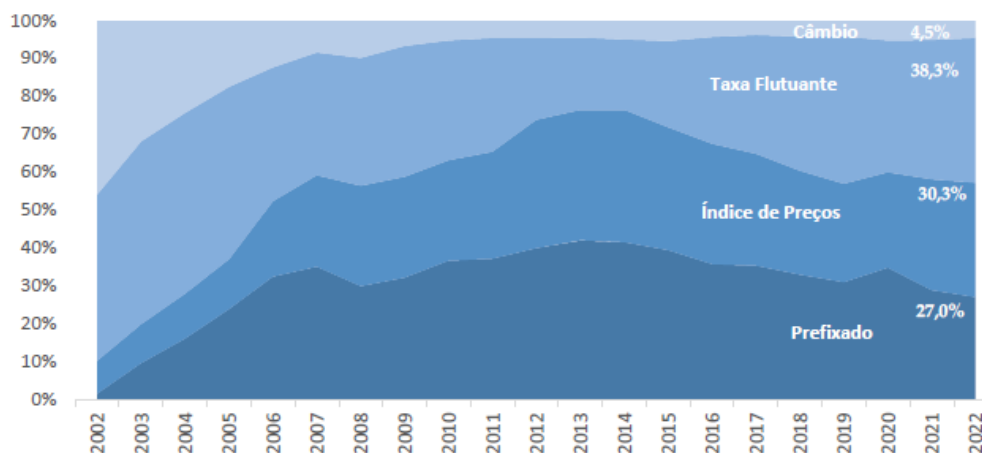
em até 12 meses voltaram a subir em 2022, compondo 22,1% da DPF. A melhor média histórica de vencimento de títulos de curto prazo foi registrada entre 2006 e 2019, quando se encontrou em 10,8%. (Cf. STN, 2022, p. 21)

Gráfico 8. Percentual de vencimento em 12 meses e em relação ao PIB



Fonte STN, 2022.

Em 2022 a DPF apresentou maior sensibilidade à mudança da taxa Selic, reflexo da estratégia adotada pelo Tesouro no ciclo de flexibilização da taxa de juros, conforme apresentado no **Gráfico 9**.

Gráfico 9. Composição por indexadores da DPF

Fonte STN, 2022.

Quanto à base de investidores em 2022, as Instituições Financeiras se mantiveram como principal com participação da DPF desde 2020, com de 29,5%, seguidos por Fundos de Investimento com 24% e Fundos de Previdência com 22,8%. Os maiores detentores de LFTs são Fundos de Investimento com 38%, seguidos por Instituições financeiras com 33% e 18% de Fundos de Previdência. Sobre o total das LTN, 44% encontram-se com Instituições Financeiras, 13% com Fundos e 5% com Fundos de Previdência. Por sua vez, os Fundos de Previdência seguem sendo os maiores detentores de NTN-B, com 44%, seguido por 20% de Fundos. Das NTN-F, 43% são detidas por não-residentes e 34% por Instituições Financeiras (Cf. STN, 2022, p. 25).

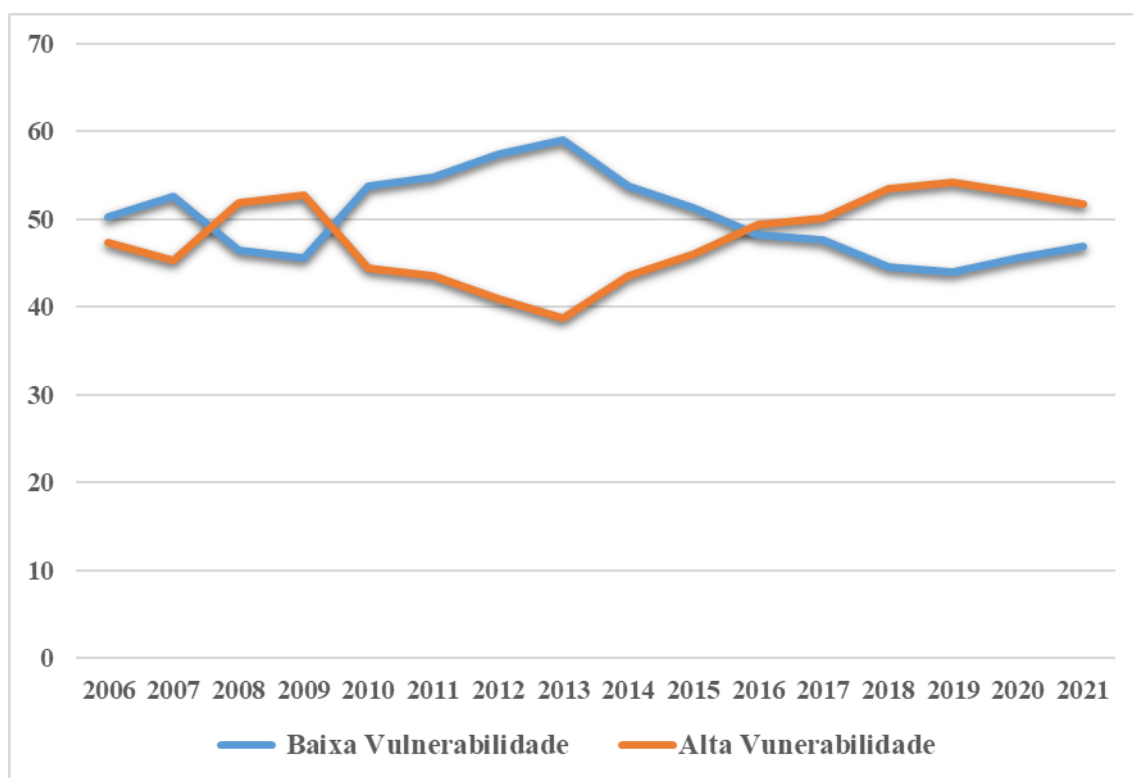
4.4.3 Contradição entre Tesouro Nacional e Banco Central

Através da elaboração do **Gráfico 7** foi possível observar o impacto das operações compromissadas sobre a estrutura do endividamento público. Nele são comparadas a curva desempenhada pelo conjunto de indexadores de alto risco com e sem a contabilização de operações compromissadas. O objetivo do gráfico é ilustrar o peso das operações para

condução monetária realizadas pelo Banco Central sobre a estrutura de endividamento público.

Os dados apresentados através da nova metodologia, da DBGG, vigente a partir de 2009, contabilizam o custo decorrente das operações compromissadas do BC aos indexadores, conferindo a elaboração de um gráfico que reúne o impacto dos indexadores sobre a dívida, ou seja, através da nova metodologia da DBGG temos a apresentação dos dados do Tesouro e do Bacen¹⁴⁰, conforme **Gráfico 10**.

Gráfico 10. Evolução dos indexadores do Tesouro e Bacen
Distribuição percentual da dívida por indexador (%)



Fonte: Banco Central, Elaboração própria
 Baixa Vulnerabilidade: Índice de preços e prefixados
 Alta Vulnerabilidade: Selic e Câmbio
 Dados DBGG nova metodologia

O peso relativo das operações compromissadas sobre a estrutura da DBGG impôs-se sobre a condução realizada pelo STN no intervalo agudo da crise financeira de 2008, entre

¹⁴⁰ Conforme definição trazida junto da tabela nº 9 da NFSP a qual apresenta as Principais variáveis explicativas da evolução da conta de juros da DBGG (metodologia atual, vigente a partir de 2008), a qual exclui títulos do TN na carteira do BCB e inclui operações compromissadas.

2008 e 2009, como pressionou por maior vulnerabilidade da estrutura do endividamento entre 2015 e 2016, período no qual a economia entrou em recessão, invertendo a estrutura de endividamento proposta pelo STN.

A Atuação do BC junto à condução da liquidez econômica acaba por impactar os esforços da STN em promover a estrutura da dívida pública segundo as diretrizes de alongamento e baixa vulnerabilidade. Conforme o **Gráfico 10**, é possível observar que as operações compromissadas conflitam com a estratégia do STN de promover uma estrutura alongada, com baixo custo e reduzida vulnerabilidade, especialmente nos períodos de maior incerteza econômica.

Como analisado na seção anterior, a adoção do STN para reduzir a exposição da estrutura da dívida pública corresponde em promover maturação longa e baixa sensibilidade à DPF e DPMFi. Nos períodos nos quais o STN conseguiu promover a composição e a estrutura de vencimentos da DPMFi com maior estabilidade e menor sensibilidade, contudo, a manutenção de taxa básica de juros elevada, indexadora das operações compromissadas, impactou a estrutura do endividamento público à revelia dos esforços implementados pelo STN.

A administração do STN para a composição da estrutura da dívida pública, segundo as estratégias do PAF, conforme os diferentes contextos econômicos enfrentados pela economia, teve seu resultado atenuado nos períodos de estabilidade macroeconômica, como observado no intervalo entre os anos de 2010 e 2014 e encontrou-se submetido em períodos de instabilidade, como observado entre 2008 e 2009 e 2015 e 2022.

O desenho institucional em que Banco Central e Secretaria do Tesouro Nacional desempenham suas funções dentro da economia do país produz uma relação assimétrica entre ambos, na qual Banco Central oblitera os esforços em promover uma estrutura alongada e de baixa vulnerabilidade a Dívida Pública. Deste modo, é possível afirmar que as operações do Banco Central para viabilizar o atingimento da meta operacional de política monetária (meta de taxa de juros, a taxa Selic) confronta com os esforços do Tesouro Nacional em promover estabilidade e baixo risco à estrutura da dívida pública.

O contrário, contudo, não se observa, o Tesouro Nacional não impõe ônus a condução do Tesouro, logo, há uma relação assimétrica entre as esferas decorrente do modo como a institucionalidade de ambas foi promovido em um contexto iniciado em 1964-1965, que não foi desconstruído naquilo que constitui o núcleo duro da ciranda financeira, a saber, altas taxas de juros remunerando títulos de dívida pública indexados de curto prazo. Através desse desenho institucionalizado a liquidez financeira presente na economia do país foi capaz

de manter-se ativa e rentável. Desta feita, a administração da política monetária, realizada pelo Banco Central, determina as condições de financiamento do Tesouro Nacional, determinando a dominância da política monetária sobre a política fiscal, conforme a lógica da ciranda financeira, forma pela qual a dominância financeira se estabeleceu no país.

A dominância financeira pode ser interpretada como a generalização da dominância monetária à escala das estruturas institucionais do Estado e do modo de regulação da economia. Trata-se da dominância monetária em escala ampliada, levada ao extremo em benefício da acumulação rentista-patrimonial e convertendo a política fiscal num mero instrumento de geração de caixa para os Estados. Aliás, é esse o verdadeiro objetivo do congelamento por duas décadas dos gastos sociais através da PEC 55. (BRUNO; CAFFE, 2017, p. 1046)

A ciranda financeira brasileira, portanto, reflete questões não superadas que remetem às reformas financeiras propostas em 1964 e 1965, quando o governo buscou promover o sistema financeiro nacional para que este suprisse a necessidade de fornecimento de crédito de longo prazo ao setor produtivo, para a promoção do desenvolvimento econômico. Contudo, o grande capital nacional estabeleceu-se sobre os mecanismos institucionalizados para obter rentabilidade aos seus recursos com o máximo de liquidez, curto prazo e baixo risco, *prática que 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* (CHICOSKI, 2017, p. 49).

Como uma espécie de ponto cego envolvendo a relação Tesouro Nacional - Banco Central, a liquidez do sistema financeiro encontra espaço para obtenção de remuneração líquida e conservadora: seja mediante oferta de títulos do tesouro em momentos de instabilidade aguda, como entre 2008 e 2009 e, novamente, entre 2015 e 2016, e 2020 e 2021, em que optou-se pelos títulos de alta vulnerabilidade e curto prazo à contaminação da estrutura da dívida com prêmios de risco elevados, os quais seriam formados com a oferta de títulos de longa maturação; seja mediante operações do BC frente a formação das expectativas de liquidez e inflação da economia, em que atua com a elevação da taxa de juros reais e a execução de operações compromissadas para administrar a liquidez no mercado monetário. Ao comportamento avesso ao risco é um cenário de permanente funcionamento da ciranda financeira.

O desempenho de ambas as esferas é correspondente às suas funções tradicionais, contudo, as condições em que o sistema financeiro foi formado e as modificações atravessadas pela economia do país ao longo dos últimos 59 anos, conforme exposto nos capítulos anteriores dessa tese, ampliaram as condições de ganhos rentistas promovendo a riqueza financeira em detrimentos de investimentos produtivos, de maior risco, e longo prazo. O ajuste das preferências avessas ao risco é premiado com a manutenção da ciranda financeira que se reconfigurou ao longo das décadas, mantendo o núcleo de remuneração financeira conservadora e líquida em funcionamento.

A riqueza financeira encontra espaço para permanentemente valorização entre a condução da política monetária e da gestão da estrutura da dívida pública no Brasil, sendo possível observar seu impacto através da comparação de DPMFi e DBGG, nessa última revelando os efeitos contraditórios produzidos pela condução do Banco Central sobre a estrutura do Tesouro Nacional

O comportamento curto prazista dos detentores de riqueza que encontram na disponibilidade de títulos indexados à juros reais elevados e ao curto prazo descrevem o comportamento dinâmico descrito pela ciranda financeira. Sua oferta através do Tesouro Nacional, ou por meio do mercado aberto, por meio do controle de liquidez administrado pelo BC, promove o desincentivo à assunção de riscos e ao investimento de longo prazo, perpetuando a ciranda financeira.

Por sua vez, a análise da evolução dos indexadores da DPMFi permite verificar as possibilidades de alterações de portfólio dos detentores e administradores de riqueza ao sabor da conjuntura econômica. O aumento da pressão inflacionária e a desvalorização cambial sinalizam aos agentes econômicos a elevação da taxa de juros, como resposta amplia-se a composição da DPMFi desses indexadores e a emissão de operações compromissadas. Por sua vez, a melhora nos indicadores econômicos, com perspectiva de redução dos juros e da inflação, amplia a demanda de títulos prefixados e remunerados pela variação de preços.

Por sua vez, o aumento da taxa de juros impõe o aumento dos custos da DPF, os quais pressionam o ajuste fiscal do Governo, restringindo sua capacidade de promover investimentos produtivos, assim como a condução do desenvolvimento social e econômico estratégico. Como consequência dessa dinâmica, torna-se aguda a gestão da dívida pública, implicando de tempos em tempos em reformas legislativas que buscam alterar o regime fiscal com o propósito de acomodar os rendimentos dos detentores de riqueza, através de medidas que reduzem a capacidade de investimento público voltadas ao desenvolvimento econômico e social do País.

4.5 Apontamentos finais

A institucionalidade da indexação financeira dos títulos públicos em um regime curto prazista e de alta taxa de juros dificulta a realização de políticas macroeconômicas orientadas para o desenvolvimento, assim como dificulta a sustentabilidade fiscal.

A principal razão para a não supressão da indexação dos títulos de dívida pública à (alta) taxa de juros de curto prazo do mercado monetário, com a consequente baixa funcionalidade do sistema financeiro nacional, encontra-se no acesso dos detentores de riqueza à garantia consolidada de rentabilidade e liquidez proporcionada pela conciliação entre sistema sofisticado de indexação da riqueza financeira, incluindo a indexação financeira, e elevada taxa básica de juros reais (Ibid.).

Ao todo, podemos elencar ao menos **nove** consequências macroeconômicas correlacionadas ao arcabouço da indexação financeira, afora os mencionados anteriormente (OLIVEIRA; CARVALHO, 2010a):

i) dificulta a formação de uma curva de juros capaz de dinamizar o investimento produtivo em lugar do rentismo obtido através da indexação de curto prazo.

ii) ao oferecer liquidez e rentabilidade proporcionados pelos títulos da dívida pública estimula o **comportamento rentista** do sistema financeiro em detrimento da formação de um mercado de títulos privados, bem como de todo o sistema de crédito privado.

iii) a oferta de crédito pelo sistema bancário diante da existência de um título com tamanha rentabilidade e liquidez aumenta o **custo do crédito**, pois as instituições contemplam nas operações de crédito e financiamento o custo de oportunidade obtido com os títulos indexados.

iv) estimula o **curto prazismo** do sistema financeiro obstaculizando a gestão eficiente da DPMFi que busque a ampliação dos prazos de maturação dos títulos.

v) reduz o espaço para realização de **medidas anticíclicas** pela política fiscal em decorrência do elevado patamar de juros atrelado à condução indexada dos títulos, uma vez

que a grande participação na DPMFi de títulos com curto prazo reduz a confiança sobre a capacidade do governo em promover o pagamento da DPMFi.

vi) a indexação imprime **comportamento procíclico** à DPMFi, ou seja, o aumento dos juros eleva a procura por títulos públicos indexados, o que eleva o gasto fiscal com a dívida pública em decorrência da grande presença desses títulos em sua composição. Isso reduz a eficiência da condução da política monetária ao promover ganhos de longo prazo ao mercado monetário, além de reduzir a autonomia do Tesouro na gestão da dívida pública em promover o alongamento dos prazos dos títulos públicos.

vii) o circuito da indexação atrelado aos juros altos **desestimula a distribuição de renda** em decorrência da concentração da riqueza financeira, por sua vez incentivada por meio de legislações tributárias de isenção aos ganhos de capital.

viii) a indexação lastreada em altos juros **direciona o esforço do superávit primário** aos investimentos públicos, aos gastos fiscais do setor público, enquanto isenta os custos não-fiscais, que proporcionam remuneração aos grandes detentores de capital e não são contemplados pela a Lei de Responsabilidade Fiscal.

ix) A manutenção da ciranda financeira promove o estabelecimento de um circuito crônico de endividamento e baixo crescimento no qual a economia passa a exigir maiores ajustes orçamentários com contingenciamento de gastos e redução de investimentos, contingenciamentos frente aos custos crescentes do endividamento pró clico. O funcionamento da ciranda financeira estabelece reflexos também por meio de alterações legislativas que buscam reduzir recursos públicos destinados aos intenses sociais, assim como ao próprio desenvolvimento da economia.

Em síntese, a estabilização dos preços valeu-se da prática de juros reais elevados como forma de manter a âncora cambial e o regular o nível interno da atividade econômica. As crises cambiais sofridas por diversas economias periféricas nos anos 1990 atingiu especialmente o Brasil entre 1998 e 1999, após as crises mexicana, russa e argentina. A restrição da liquidez internacional associada à elevada taxa de juros interna pressionava, por sua vez, o endividamento interno. Em lugar do regime de câmbio fixo foi adotado o regime de metas para a inflação, com câmbio flexível associado a lei de responsabilidade fiscal.

Contudo, as condições institucionais que permitiram a contínua operação da macroestrutura financeira rentista nacional permaneceram em funcionamento através da contínua condução de elevadas taxas de juros reais. A análise dos Relatórios da Secretaria do Tesouro Nacional a respeito da gestão da estrutura da dívida pública nas últimas duas décadas explicitou o funcionamento contemporâneo da ciranda financeira, a qual se estabelece ora através dos títulos de curto prazo de alta vulnerabilidade ofertados pelo Tesouro, liderados por títulos indexados ao câmbio e/ou a taxa Selic, ora das operações compromissadas do Banco Central, em regra, indexadas à taxa Selic. O funcionamento da ciranda financeira contemporânea oferece mobilidade de investimento aos detentores de riqueza, através da alocação de liquidez entre o mercado de títulos de dívida pública e o mercado aberto, posto que os principais agentes econômicos são instituições financeiras e fundos de investimento. A ciranda financeira garante, assim, a valorização e acumulação da riqueza financeira em contexto de baixa inflação.

Conclusão

A tese discutiu a ciranda financeira no Brasil enquanto circuito especulativo de valorização da riqueza, analisando a sua gênese e trajetória, bem como o padrão de acumulação rentista por ela propiciado. Sustentou-se que esse circuito especulativo de valorização e acumulação da riqueza financeira não apenas persistiu no contexto de baixa inflação, mas foi cada vez mais sofisticado. O sistema de indexação da dívida pública, associado à prática de juros elevados e instabilidade macro, possibilitou a constituição de um padrão de acumulação rentista, com efeitos adversos sobre investimento macroeconômico e o desenvolvimento brasileiro.

No primeiro capítulo dessa tese, buscamos determinar epistemológica e conceitualmente o capital financeiro, fundamento para a compreensão da ciranda financeira. Foram apresentadas as manifestações históricas que imprimiram à fusão do capital bancário ao industrial, as características rentistas que descrevem a dominância financeira. O capítulo seguinte buscou, então, desenvolver a origem do circuito rentista inscrito nas reformas que buscaram incentivar o funcionamento do sistema financeiro nacional em associação ao investimento produtivo privado. Nesse segundo capítulo, foram apresentadas as circunstâncias e as condições pelas quais a institucionalidade planejada para fomentar as estruturas financeira e produtivas nacionais degeneraram no funcionamento da ciranda financeira.

Em seguida, no capítulo terceiro, nos debruçamos sobre os desdobramentos produzidos pela ciranda financeira em contexto de restrição da liquidez internacional e aceleração inflacionária. Nesse capítulo analisamos a proposta e a condução do Plano Cruzado e do Plano Collor, ambos frustrados quanto ao propósito de conter a inflação e o circuito overnight e ambos importantes para a elaboração do Plano Real.

No quarto e último capítulo, nos dedicamos a compreender o modo pelo qual a estabilização inflacionária foi alcançada com a manutenção da indexação financeira, e compreender como a institucionalidade rentista foi rearticulada ao contexto de baixa inflação, depois do Plano Real. Nos aprofundamos sobre a condução da política monetária e a gestão da dívida pública, donde concluímos que a administração da política monetária se impõe ao endividamento público da União à revelia da gestão estratégica realizada pelo Tesouro, refletindo as condições dinâmicas da ciranda financeira. Portanto, o trabalho respalda a tese sobre o caráter predominantemente rentista do padrão de acumulação prevalecente na

economia brasileira, através da análise realizada sobre a macroestrutura financeira que dá suporte à ciranda financeira, a qual promove a dominância monetária sobre o endividamento público¹⁴¹.

Tem-se, pois, que o sofisticado sistema de indexação da riqueza financeira existente no Brasil associado a elevadas taxas de juros de curto prazo, em um contexto de instabilidade macroeconômica renitente, são elementos constituintes de um circuito de valorização e acumulação da riqueza financeira que opera através do conjunto composto por atores estatais e privados, constituindo a macroestrutura financeira brasileira através da qual a valorização e acumulação rentista se tornou preponderante.

As reformas de 1964 e 1965 foram bem-sucedidas em expandir e lastrear o volume de operações do sistema financeiro nacional, mas a expansão financeira não se traduziu em ampliação do crédito e financiamento privado, mas no aumento das operações financeiras em um padrão de investimentos rentistas, atrelados ao mecanismo da indexação monetária e, posteriormente, financeira, de curto prazo e com altos juros. O sofisticado sistema de indexação da riqueza financeira mostrou-se altamente rentável aos detentores de riqueza e concorreu para tornar o sistema financeiro nacional pouco funcional ao financiamento do desenvolvimento, com restrição da oferta de crédito produtivo de médio e longo prazo, bem como preços e prazos incompatíveis com o retorno esperado do investimento produtivo.

Deste modo, o desenvolvimento do capitalismo financeiro no Brasil não representou “... uma etapa mais avançada do desenvolvimento das forças produtivas internas em sua expansão monopólica em escala mundial...” (TAVARES, 1976, p.254). A ciranda financeira, desse modo, corresponde ao elo de ligação do capitalismo financeiro brasileiro, em sua ampla expressão contraditória: o rentismo.

O comportamento rentista do capital financeiro provou-se característica da dominância financeira e pôde ser observado em diversas manifestações e ocorrências ao longo do seu desenvolvimento, em especial, após a segunda metade do século XX. O rentismo no Brasil encontra-se estabelecido no modo como o circuito financeiro brasileiro articula seus atores, impõe custo fiscais e obstaculiza o desenvolvimento econômico. Mesmo havendo o incentivo ao desenvolvimento do sistema financeiro no Brasil, ele ocorreu em total contradição ao modelo exibido na Alemanha, Japão e Estados Unidos, na passagem do século XIX para o XX.

¹⁴¹

BRUNO; CAFFE, 2017.

Isto se deve, a partir da discussão feita por Maria da Conceição Tavares em '*Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro*' (1976), à não superada concentração e heterogeneidade entre as regiões que compõe o conjunto brasileiro. Dito de outro modo, a ausência de uma unidade de interesses que aglutine os distintos interesses regionais e setoriais que integram o País é parte das características em que se encontra fundamentado o subdesenvolvimento brasileiro.

As condições necessárias para o desenvolvimento econômico tornam-se interditadas pela contínua reposição da heterogeneidade de interesses que se traduz nos diferentes desenvolvimentos regionais e intersetoriais. Deste modo, um eficaz funcionamento do sistema financeiro, entendido como aquele capaz de proporcionar investimentos setoriais produtivos passa pelo desincentivo ao padrão de acumulação rentista dos detentores de riqueza.

Continua atual, dessa forma, o argumento de Tavares (1976) a respeito da necessidade de articulação de interesses financeiros e industriais, de sorte a promover a constituição de um capitalismo financeiro no Brasil capaz de viabilizar o desenvolvimento econômico. Destarte, compõe o conjunto de tarefas que se colocam ao Estado brasileiro a criação de estratégias que permitam interromper a assimetria imposta pela condução do BC sobre a gestão do Tesouro Nacional, as quais passam necessariamente pela desarticulação da indexação dos títulos públicos ao curto prazismo e elevadas taxas de juros reais, que promovem a alta vulnerabilidade do endividamento público e reduzem a capacidade de planejamento e de desenvolvimento socioeconômico do país.

Por último, mas não menos importante, destaca-se que a análise realizada sobre a ciranda financeira no Brasil aponta que os planejamentos baseados em choques e mudanças bruscas se resultaram frustrados ao propósito inicial de desconstruir o arcabouço dinâmico de valorização e acumulação financeira, elemento fundamental para a reprodução do atual modelo rentista. O que exige dos formuladores que buscam promover o desenvolvimento socioeconômico do país levar em consideração as limitações impostas por essa complexa institucionalidade rentista, de modo a viabilizar estratégias e ações voltadas para a sua superação.

Referências bibliográficas

AGLIETTA, Michel. Régulation et crises du capitalisme: L'expérience des Etats-Unis. Paris: Calmann-Lévy, 1976.

ANDRADA, Alexandre F.S. A Breve Gestão de Francisco Dornelles. O Ocaso da Hegemonia da FGV-Rio e da USP “Delfinista” no Comando da Política Econômica Brasileira. In: 49o ANPEC, 2021.

BARBOSA, Fernando de Holanda. Hiperinflação e Estabilização. Revista Brasileira de Economia Política, vol. 13 nº 4 (1993), out-dez/1993, fls. 5 a 15

BARROS, Mendonça de. A moeda indexada: uma experiência brasileira. Economia e Sociedade. V.2, n.1, ago, 1993

BELLUZZO, Luiz Gonzaga (Org.). ALMEIDA, Júlio Gomes de (Org.). Depois da queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do real. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.

_____. Crise e reforma monetária no Brasil. São Paulo em Perspectiva, v. 4, n. 1, p. 63-75, jan./mar. 1990.

BERGER. Paulo Lamosa. Mercado de renda fixa no Brasil: Ênfase em títulos públicos. Rio de Janeiro, Nova Razão Cultural. 2012.

BIER, Amaury G. PAULANI, Leda. MESSEMBERG. Roberto. O heterodoxo e o pós-moderno: O Cruzado em conflito. V. 19. Rio de Janeiro. Coleção Economia. Editora Paz e Terra. 1987

BRAGA, Carlos. Temporalidade da riqueza – Uma contribuição à teoria da dinâmica capitalista. Campinas: UNICAMP, IE, 1985. (Tese de Doutorado).

_____. A financeirização da riqueza: a macroestrutura financeira e a nova dinâmica dos capitalismos centrais. Revista Economia e Sociedade, n.2. Campinas: IE/UNICAMP, 1993a.

_____. Finanças industrializantes para a estabilização e o desenvolvimento. São Paulo: Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial, p.1-30, 1992a.

_____. Financeirização global - Padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo in TAVARES, Conceição (Org.); FIORI, Luiz (Org.). Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização. Petrópolis: Vozes, 1998

_____. Reflexões sobre Dinâmica Capitalista. Instituto de Economia, Unicamp, Livre Docência, dez. 2004.

_____. Temporalidade da riqueza: teoria da dinâmica e financeirização do capitalismo. Campinas, SP: UNICAMP. IE, 2000. (Coleção Teses).

BRENNER, Robert. O boom e a bolha. São Paulo: Editora Record, 2003

BRUNO, Miguel; CAFFE, Ricardo. Estado e financeirização no Brasil: interdependências macroeconômicas e limites estruturais ao desenvolvimento. Economia e Sociedade, Campinas, v. 26, Número Especial, p. 1025-1062, dez. 2017.

CANO, Wilson. A desindustrialização no Brasil. Economia e Sociedade, Campinas, v. 21, Número Especial, p. 831-851, dez. 2012.

_____. (Des) industrialização e (sub) desenvolvimento. CADERNOS do DESENVOLVIMENTO, Rio de Janeiro, v. 9, n. 15, pp.139-174, jul.-dez. 2014.

CARVALHO, Carlos E. (1996). *Bloqueio da Liquidez e Estabilização: O Fracasso do Plano Collor*. Campinas, Unicamp, Instituto de Economia, tese de doutorado, 224p.

_____. (2006) As origens e a gênese do Plano Collor. Nova Economia: Belo Horizonte_16 (1), p. 101-134, janeiro-abril de 2006.

CARVALHO, Fernando J. Cardim de. MR Keynes and the post Keynesians: Principles of Macroeconomics for a Monetary Production Economy. Editora: Edward Elgar Pub. 1992.

_____. Temas de política monetária keynesiana. Ensaio FEE, Porto Alegre, vol. 15, nº 1. 1994.

_____. SOUZA, Eduardo. SICSÚ, João. Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2001.

CHESNAIS, François (Org.). A mundialização financeira: gênese, custos e riscos. São Paulo: Xamã, 1996.

_____. (org.) A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, consequências. São Paulo: Boitempo, 2005.

CHICOSKI, Davi. A indexação da dívida pública à taxa Selic: origem e a persistência após o Plano Real. Mestrado, PUC SP, 2017.

COUTINHO, Luciano G. BELLUZZO, Luiz Gonzaga. Política econômica, inflexão e crise, in Desenvolvimento capitalista no Brasil: ensaios sobre a crise. 2. ed. Campinas, UNICAMP, 1983

CRUZ, Paulo Davidoff. Dívida Externa e política econômica: a experiência brasileira nos anos setenta (1984). Coleção Teses, 2º ed. Campinas, Unicamp, 1999

_____. Notas sobre o endividamento externo brasileiro nos anos setenta. In Desenvolvimento capitalista no Brasil, v 2. São Paulo, Editora Brasiliense, 1983

_____. Endividamento externo e transferência de recursos reais ao exterior: os setores público e privado na crise dos anos oitenta. Nova Economia Vol 4, n. 1, 1995.

DEWECK, Esteher. TEIXEIRA, Rodrigo. Texto para Discussão. Unicamp. IE, Campinas, n. 303, jun. 2017. p. 36

EICHENGREEN, Barry. A globalização do capital: uma história do sistema monetário internacional. São Paulo: Editora 34, 2007

FILGUEIRAS, Luiz. A natureza do atual padrão de desenvolvimento brasileiro e o processo de desindustrialização. Relatório de Pesquisa do Centro Celso Furtado, 2012

_____. História do Plano Real: Fundamentos, impactos e contradições. São Paulo: Boitempo, 2007.

GARCIA, Álvaro Antônio. A crise cambial e seus desdobramentos. Revista Indicadores Econômicos FEE. v. 27, n2, (1999).

GARLIPP, J. R. D. Keynes e a economia monetária. Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, Anais do I Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira, Campinas. 2008.

GOBETTI, Sergio. Do expansionismo à austeridade: a política fiscal do período recente. Boletim de análise político institucional. n 12, jul – dez, 2017

_____; SCHETTINI, Bernardo. Dívida Líquida e Dívida Bruta: uma abordagem integrada para analisar a trajetória e o custo do endividamento brasileiro. Texto para discussão, nº1514, IPEA: Brasília, dez. 2010.

GOWAN, Peter. A roleta global. Rio de Janeiro: Record, 2003

GRESPLAN, J. O Negativo do Capital: O conceito de crise na crítica de Marx à economia política. São Paulo: Hucitec, 1998.

_____. A crise na crítica à economia política. Crítica Marxista, São Paulo, v.1, nº 10, p. 94-110, 2000.

_____. A Desmedida da Crise, Discurso, São Paulo, 1996, nº 27, p. 117-137.

_____. A dialética do avesso. Crítica marxista, São Paulo, nº 14, p. 21-44, 2002.

_____. As formas da mais-valia: concorrência e distribuição no Livro III de O capital. Crítica Marxista. n.33, p.9-30, 2011.

_____. Marx e a crítica do modo de representação do modo capitalista. São Paulo, Boitempo, 2019.

HARVEY, David. Os limites do Capital. São Paulo: Boitempo, 2013

HENRIQUES, Daniel Ferreira. Uma Leitura sobre inflação alta e indexação contratual no brasil. Uma leitura sobre inflação alta e indexação contratual no Brasil: origens e consequencias. XIV Congresso brasileiro de História Economica & 15º Conferencia Internacional de História das Empresas. Varginha, nov. 2021.

HILFERDING, Rudolf. O Capital Financeiro. Introdução Tom Botmore; tradução de Reinaldo Mestrinel. São Paul, Editora Nova Cultura, 1985.

INSTITUIÇÃO FISCAL INDEPENDENTE. Relatório de Acompanhamento Fiscal, nº69, 19 out. 2022. Disponível em: <
https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/601316/RAF69_OUT2022.pdf> .
 Acessado em abr. 2023

KEYNES, John Maynard. A Treatise on Money: The Pure Theory of Money. in The Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol. V. Cambridge: Cambridge University Press, [1930]. V.I, cap. XV.

_____. A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda. São Paulo, Nova Cultural, Os Economistas, 1983

LEISTER, Maurício Dias. MEDEIROS, Otavio Ladeira de. Brasília: Tesouro Nacional. Texto para Discussão, n. 13, 2012.

LESSA, Carlos TESE. A estratégia de desenvolvimento 1974 - 1976. Brasília: Fundação Centro de Formação do Servidor Público, 1988.

_____; BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello._____. Antônio Carlos. A estratégia de desenvolvimento 1974-1976. Sonho e fracasso. Rio de Janeiro, UFRJ. 1978

LIBÂNIO, Gilberto de Assis. Credibilidade e política monetária: uma crítica baseada em Keynes. Leituras de Economia Política, Campinas, nº 9, p. 11, dez. 2001.

LIMA, Luís Antonio de Oliveira. Crise do petróleo e evolução recente da economia brasileira. Revista de Administração de Empresas, Volume: 17, Número: 2, p. 29 – 37, Publicado: 1977

LOPREATO, Francisco Luiz. Problemas de gestão da dívida pública br, 2008

_____. Uma razão a mais para se pensar o porquê de a taxa de juros ser tão alta no Brasil, 2018

MACARINI, José Pedro. A política bancária do regime militar: o projeto de conglomerado (1967 – 1973). Economia e Sociedade, Campinas, v. 16, nº3 (31), p. 343 – 369, dez. 2007.

MARX, Karl. O Capital: Crítica da Economia Política. O processo de circulação do capital. Volume II. Tradução: Regis Barbosa e Flávio R. Kothe, São Paulo, Nova Cultural, Os Economistas, 1985b.

_____. O Capital: Crítica da Economia Política. O processo de produção do capital. Volume I. Tradução: Regis Barbosa e Flávio R. Kothe, São Paulo, Nova Cultural, Os Economistas, 1985a.

_____. O Capital: Crítica da Economia Política. O processo global da produção capitalista. Volume III. Tradução: Regis Barbosa e Flávio R. Kothe, São Paulo, Nova Cultural, Os Economistas, 1985c.

_____. ENGELS, Friedrich. A ideologia alemã. Tradução Luis Claudio de Castro e Costa. São Paulo, Martins Fontes, 2007.

MILLET, Damien. TOUSSAINT, Éric.. 50 Perguntas e Respostas: sobre a dívida, o FMI e o Banco Mundial. Tradução: Noémie Rodrigues Josse. São Paulo: Boitempo, 2002.

MÜLLER, M. L.; Exposição e Método Dialético em 'O Capital de Marx', Belo Horizonte, in Boletim SEAF, 1982, nº2, p. 17-41.

NAKANO, Yoshiaki. Para reduzir juro, Selic precisa acabar. Valor Economico, mar. 2012

OLIVEIRA, Giuliano Contento. Liberalização, desregulamentação e currency board: a experiência argentina na década de 1990. Revista FAE, Curitiba, v.6. n 2, p.39 – 52, maio/dez. 2003.

_____. 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., 2010a. Disponível em: <<http://seer.ufrgs.br/index.php/AnaliseEconomica/article/view/6857/9654>> Acesso em 14 fev. 2017.

_____. Moeda indexada, indexação financeira e as peculiaridades da estabilidade monetária no Brasil. Revista Economia Ensaios. Uberlândia: UFU, n. 24, n. 2, p. 07-26, 171 jan./jun., 2010b. Disponível em: <<http://www.seer.ufu.br/index.php/revistaeconomiaensaios/article/view/3749/7855>> Acesso em 14 fev. 2017.

_____. 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%202%20-%20Site.pdf>> Acesso em 14 fev. 2017.

_____. VAZQUEZ, Daniel Arias. WOLF, Paulo. A evolução da dívida e da necessidade de financiamento do setor público no brasil (1995 -2016): um balanço do período pós-real. Revista de Economia Contemporânea. Rio de Janeiro, UFRJ, v. 21, n. 3, p. 1-30, set - dez. 2017.

PASSOS, Carlos de Faro. PASSOS, Carlos de Faro, Estrutura Financeira e Desenvolvimento: O Caso do Brasil. São Paulo, Ed. Atlas, 1973.

PAULANI, L. M. Brasil Delivery: servidão financeira e estado de emergência econômico. São Paulo: Boitempo Editorial, 2008

_____. Capitalismo financeiro e estado de emergência econômico no Brasil: o abandono da perspectiva de desenvolvimento. In: OLIVEIRA, F; BRAGA, R.; RIZEK, C. S. Hegemonia às avessas: economia, política e cultura na era da servidão financeira. São Paulo: Boitempo, 2010.

_____. BIER, Amaury. MESSEMBERG, Roberto. O heterodoxo e o pós-moderno: o cruzado em conflito. Rio de Janeiro. Paz e Terra, 1987

PELLEGRINE, Josué. Instituição Fiscal Independente, estudo especial nº3, out. 2017

PEREIRA, José Eduardo. Alterações recentes na regulamentação dos empréstimos em moeda estrangeira e financiamento de importações. Pesquisa e Planejamento Econômico, nº 3, Rio de Janeiro, jun. 1973

_____. Financiamento externo e crescimento econômico no Brasil: 1966/1973. Rio de Janeiro, IPEA. 1974a

_____. Relacionamento financeiro do Brasil com o exterior. Pesquisa e Planejamento Econômico, Rio de Janeiro, nº4. Jun.1974b

REICHELT, Helmut. Sobre a Estrutura Lógica do Conceito de Capital em Karl Marx. Tradução Nélcio Schneider, Editora Unicamp, Campinas, 2013.

PETRELLI, Vanessa; BIAGE, Miguel. Os impactos da componente financeira da Dívida Pública Brasileira após o Plano Real a correlação entre abertura financeira, centralidade da política de combate à inflação e a dinâmica da Dívida. In: XXXVII Encontro Nacional de Economia da ANPEC, 2009, Foz do Iguaçu. ANAIS do XXXVII Encontro nacional de economia da Anpec, 2009. v. 1. p. 1-25.

REICHTUL, Henri. COUTINHO, Luciano. Investimento Estatal, 1974 – 1980. In Desenvolvimento capitalista no Brasil, v 2. São Paulo, Editora Brasiliense, 1983

ROCHA, Marco Antonio. Grupos econômicos e capital financeiro: uma história recente dos grandes detentores de capital no Brasil. Tese de doutorado. 2013.

RONCAGLIA, André de Carvalho. A persistência da indexação no Brasil pós real. Revista de Economia Política, nº 34, v. 2, 2014.

SALVIATTI, Ana Paula. A financeirização do meio ambiente: o caso do mercado de crédito de carbono. USP, 2013 (dissertação de mestrado).

SALLUM Jr. O impeachment de Fernando Collor: sociologia de uma crise. São Paulo, Editora 34, 2015.

SECRETARIA DO TESOUREIRO NACIONAL. **Relatório Anual da Dívida Pública**. Brasília, 2003. Disponível em: <www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-anual-da-divida-rad/2003/114?ano_selecionado=2003>. Acessado em 28 abr. 2023.

_____. **Relatório Anual da Dívida Pública Federal**. Brasília, 2004. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-anual-da-divida-rad/2004/114?ano_selecionado=2004>. Acessado em 28 abr. 2023.

_____. **Relatório Anual da Dívida Pública Federal**. Brasília, 2005. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-anual-da-divida-rad/2005/114?ano_selecionado=2005>. Acessado em 28 abr. 2023.

_____. **Relatório Anual da Dívida Pública Federal**. Brasília, 2006. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-anual-da-divida-rad/2006/114?ano_selecionado=2006>. Acessado em 28 abr. 2023.

_____. **Relatório Anual da Dívida Pública Federal**. Brasília, 2007. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-anual-da-divida-rad/2007/114?ano_selecionado=2007>. Acessado em 28 abr. 2023.

_____. **Relatório Anual da Dívida Pública Federal**. Brasília, 2008. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-anual-da-divida-rad/2008/114?ano_selecionado=2008>. Acessado em 28 abr. 2023.

_____. **Relatório Anual da Dívida Pública Federal**. Brasília, 2009. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-anual-da-divida-rad/2009/114?ano_selecionado=2009>. Acessado em 28 abr. 2023.

_____. **Relatório Anual da Dívida Pública Federal**. Brasília, 2010. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-anual-da-divida-rad/2010/114?ano_selecionado=2010>. Acessado em 28 abr. 2023.

_____. **Relatório Anual da Dívida Pública Federal**. Brasília, 2011. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-anual-da-divida-rad/2011/114?ano_selecionado=2011>. Acessado em 28 abr. 2023.

_____. **Relatório Anual da Dívida Pública Federal**. Brasília, 2012. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-anual-da-divida-rad/2012/114?ano_selecionado=2012>. Acessado em 28 abr. 2023.

_____. **Relatório Anual da Dívida Pública Federal**. Brasília, 2013. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-anual-da-divida-rad/2013/114?ano_selecionado=2013>. Acessado em 28 abr. 2023.

_____. **Relatório Anual da Dívida Pública Federal**. Brasília, 2014. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-anual-da-divida-rad/2014/114?ano_selecionado=2014>. Acessado em 28 abr. 2023.

_____. **Relatório Anual da Dívida Pública Federal**. Brasília, 2015. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-anual-da-divida-rad/2015/114?ano_selecionado=2015>. Acessado em 28 abr. 2023.

_____. **Relatório Anual da Dívida Pública Federal**. Brasília, 2016. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-anual-da-divida-rad/2016/114?ano_selecionado=2016>. Acessado em 28 abr. 2023.

_____. **Relatório Anual da Dívida Pública Federal**. Brasília, 2017. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-anual-da-divida-rad/2017/114?ano_selecionado=2017>. Acessado em 28 abr. 2023.

_____. **Relatório Anual da Dívida Pública Federal**. Brasília, 2018. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-anual-da-divida-rad/2018/114?ano_selecionado=2018>. Acessado em 28 abr. 2023.

_____. **Relatório Anual da Dívida Pública Federal**. Brasília, 2019. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-anual-da-divida-rad/31542?ano_selecionado=2019>. Acessado em 28 abr. 2023.

_____. Relatório Anual do Tesouro Nacional: Relacionamento entre Tesouro Nacional e o Banco Central. Brasília, 2019 b. Disponível em: <<http://sisweb.tesouro.gov.br/apex/cosis/thot/transparencia/arquivo/29828:926299:inline:1014170377635>>. Acessado em 10 mai 2023.

_____. **Relatório Anual da Dívida Pública Federal**. Brasília, 2020. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-anual-da-divida-rad/2020/114?ano_selecionado=2020>. Acessado em 28 abr. 2023.

_____. **Relatório Anual da Dívida Pública Federal**. Brasília, 2021. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-anual-da-divida-rad/2021/114?ano_selecionado=2021>. Acessado em 28 abr. 2023.

_____. **Relatório Anual da Dívida Pública Federal**. Brasília, 2022. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-anual-da-divida-rad/2022/114?ano_selecionado=2022>. Acessado em 28 abr. 2023.

SENNA, José Júlio. Política monetária: ideias, experiências e evolução. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2010.

SERRA, José. Ciclos e mudanças estruturais na economia do pós guerra (1956), in Desenvolvimento capitalista no Brasil: ensaios sobre a crise. Campinas, UNICAMP, 1982

SICSÚ, João. Flutuação Cambial e Taxa de Juros no Brasil, Revista de Economia Política, 24(3), 2002.

SIMONSEN, Mario Henrique. A nova economia brasileira. Mario Henrique Simonsen, Roberto de Oliveira Campos, Rio de Janeiro, Jose Olímpio, 1976.

_____. 30 anos de indexação. Rio de Janeiro, FGV, 1995.

_____. ATLAS HISTÓRICO DO BRASIL. FGV. Disponível em: <<https://atlas.fgv.br/verbete/5098>>. Acessado em 16 nov. 2022.

STREECK, Wolfgang. Tempo Comprado: a crise adiada do capitalismo democrático. Tradução Marian Toldy e Teresa Toldy. São Paulo, Boitempo, 2018.

TAVARES, Maria da Conceição. BELLUZZO, Luiz Gonzaga. Notas sobre o processo de Industrialização recente no Brasil. In Desenvolvimento capitalista no brasil, v 1. São Paulo, Editora Brasiliense, 1982.

_____. Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro. Ensaaios sobre economia brasileira. 5ªed. Rio de Janeiro, Zahar Editores, 1976.

_____. Ciclo e crise: o movimento recente da industrialização brasileira. Campinas - SP, UNICAMP. IE. [1978]1998.

_____. O sistema financeiro brasileiro e o ciclo de expansão recente. São Paulo: Brasiliense, 1983

_____. Acumulação de Capital e industrialização no Brasil. 3ªed. Campinas – SP, UNICAMP, IE, [1985], 1998.

VAIRÃO; ALVES. 2017. Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ (online), Rio de Janeiro, v. 22, n. 2, p. 59 - p. 75, maio/ago., 2017