

**43º Encontro Anual da ANPOCS**

**SPG11 Entraves político-econômicos ao desenvolvimento (e à Democracia)  
na América Latina e no Brasil**

**Dívida pública e as origens do regime fiscal financeirizado**

Rodrigo Cantu  
UNILA  
email: rodrigocantu1@yahoo.com.br

## 1 INTRODUÇÃO

O entrave político-econômico ao desenvolvimento que abordaremos nesse texto se encontra no terreno das finanças públicas, nomeadamente na dimensão da dívida pública nos gastos públicos federais e seus impactos macroeconômicos. O peso do serviço da dívida nos gastos governamentais soma 3,7% da despesa total em 1969 e 1,6% em 1970. Estavam em curso as reformas do setor financeiro e as avaliações do resultado fiscal para 1970 salientavam que, apesar do déficit de Cr\$ 738,3 milhões, as captações com as recém-criadas Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN) foram capazes de financiar de maneira não inflacionária o saldo negativo. Trinta anos depois, o cenário é bastante distinto. A média dos gastos com serviço da dívida na esfera federal durante a década de 2000 é de 29% dos gastos. 2003 é um ano ilustrativo: se calcularmos o valor pago de juros, encargos da dívida, amortizações e refinanciamento, chegamos a 62% da despesa total. Se excluirmos a rolagem da dívida, a fim de identificar o que é efetivamente desembolsado, os custos da dívida para o orçamento somam 29% das despesas<sup>1</sup>. De toda maneira, o contraste entre o que o Estado faz com seu dinheiro em um e outro período é saliente.

Essa transformação está relacionada com um aspecto econômico mais amplo. A dívida pública é o principal motor da financeirização da economia brasileira. Seguindo os argumentos de Bruno et al. (2011), há dois aspectos dessa questão a ressaltar. Primeiro, o papel da dívida pública como guia para o investimento e a acumulação privada. A remuneração dessa dívida garante lucros volumosos ao setor bancário e impede o desenvolvimento de um mercado de crédito bancário privado. O setor produtivo tem sido igualmente atraído pela dívida pública como meio para assegurar lucros. Em outras palavras, o funcionamento da economia é conduzido pela dinâmica de ativos financeiros, particularmente pela dinâmica da dívida pública. Segundo, o peso da remuneração da dívida é o maior responsável pela expansão do endividamento público. As evidências apontam que a trajetória de crescimento ininterrupto da dívida bruta desde a década de 1990 não é resultado de um Estado esbanjador, mas da pressão exercida pela própria dívida. A relação entre tal pressão e o caráter financeirizado da economia se explicita na grande proporção pós-fixada da dívida na taxa de juros básica da economia (Selic). Assim, a trajetória das últimas décadas das finanças públicas no Brasil diz respeito igualmente a características mais abrangentes da estrutura produtiva e financeira.

O presente trabalho busca abordar essa mudança, examinando o processo de construção da financeirização da economia brasileira via dívida pública. As origens desse

---

<sup>1</sup> As fontes das informações desse parágrafo são Conjuntura Econômica (v. 25, n. 2, p. 77) e Sistema SIGA Brasil do Senado Federal.

processo se encontram na conjuntura crítica que abrange o período entre o primeiro choque do petróleo e o ajuste externo do início da década de 1980. Essa conjuntura desafia os fundamentos do arranjo institucional estabelecido no fim da década de 1960, que visava estabelecer um novo circuito fiscal-financeiro no país. A relação entre Estado, finanças públicas e finanças é desenhada, abalada e redesenhada ao longo desse contexto.

Já existe uma literatura variada e numerosa sobre o tema, majoritariamente oriunda do campo da Ciência Econômica. Intentamos contribuir com esses entendimentos sobre a história recente das finanças públicas por meio de uma abordagem que integra as noções de conjuntura crítica, crise, acontecimentos e estrutura. Com base em ferramentas da Sociologia da dinâmica institucional e de sociologias de inspiração pragmatista, realizaremos um exercício historiográfico que questiona como os atores relevantes enfrentaram problemas à medida que a estrutura fiscal era desafiada entre 1964 e 1994 e a acontecimentalidade desse processo<sup>2</sup>. Examinaremos como o arranjo institucional da relação entre Estado e finanças é desafiado em vários momentos pela série de choques desse período: as duas crises do petróleo e a eclosão da crise da dívida na década de 1980. Para tanto, enfocaremos a sequência de acontecimentos relevantes nessa trajetória. Acontecimentos em um sentido amplo: abordaremos projetos de lei, resoluções de órgãos governamentais, criação de instrumentos financeiros, quebras de bancos, lançamento de planos econômicos, além de choques econômicos adversos de vários tipos.

Com relação aos materiais e método utilizados, adotamos o seguinte procedimento. A partir da bibliografia acadêmica sobre a história das finanças públicas e da economia brasileira no período, levantamos a sequência de eventos relevantes para a análise<sup>3</sup>. Com base nesse levantamento, examinamos esses eventos em fontes da época – tais como jornais e documentos oficiais – e em depoimentos e entrevistas de protagonistas. Esse exercício suscitou um vai e vem constante entre a bibliografia acadêmica posterior e os depoimentos e fontes da época a fim de reconstituir os aspectos centrais dos acontecimentos estudados. Buscamos

---

<sup>2</sup> Inspiramo-nos em um conjunto de discussões para interrogar o material empírico: na análise política de conjunturas críticas (Collier e Collier, 1991; Capoccia e Kelemen, 2007), na formulação de Dobry (2009) para examinar conjunturas de crises políticas, na sociologia pragmática de controvérsias e processos de longa duração (Boltanski et al. 2007; Chateauraynaud, 2011a, Barthe *et al.*, 2013), no debate entre historiadores sobre a relação entre acontecimento e estrutura (Dosse, 1994, 2003; Suter, 1997; Suter e Hettling, 2001), e numa literatura recente que busca estabelecer um diálogo entre pragmatismo e história (Chateauraynaud e Cohen, 2016).

<sup>3</sup> A bibliografia que serviu de apoio nessa etapa abrange pelo menos quatro áreas. Sobre as finanças públicas em geral: Giambiagi e Além (2008, p. 83-132). Sobre o sistema financeiro brasileiro: Tavares (1973, p.209-254 e 1983), Barbosa (1995), Senna (2010, p. 455-463), Barros (1993), Andima (1994), Corazza (2006). Sobre a dívida pública: Minella (1995), Ziliotto (2011), Pedras (2009), Araújo (2002, p.9-15), Fernandes e Turolla (2006). Sobre a trajetória da relação entre fiscalidade e dívida pública: Magalhães e Costa (2018), Bruno e Paula (2017), Calabrez (2015, p.177-180), Lopreato (2013, p.90-110), Leite e Arvate (2002), Fernandes (2009a e 2009b), Lanzarini (2008), Paula (1997).

problematizar essa sequência de eventos na longa duração da formação estatal brasileira e complementar a narrativa com comentários baseados em estatísticas econômicas disponíveis atualmente.

O trabalho aborda essa questão em mais cinco seções, além dessa introdução. A seção 2 detalha a implantação do mercado de dívida pública. As seções 3 até 5 examinam a série de acontecimentos relevantes nessa transformação. A seção 6 discute brevemente alguns aspectos do cenário resultante desse processo e avança alguns comentários finais.

## **2 REFORMAS FISCAIS-FINANCEIRAS E A IMPLANTAÇÃO DO MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA**

O ponto de partida é a reforma financeira realizada pelo governo autoritário entre 1964 e 1967. Antes de tais reformas, vigorava um arranjo bastante particular de financiamento do déficit do setor público. O sistema tributário era ineficiente e arrecadava pouco. A colocação de títulos públicos era dificultada pela Lei da Usura. O financiamento inflacionário por meio de emissões operadas pela conta movimento do Banco do Brasil foi então a principal solução para bancar déficits (Studart, 1995, pp.107-108). Essa fonte foi indispensável para grandes projetos de investimento estatal, principalmente para aqueles do Plano de Metas. Comentando o surto industrial da década de 1950, Hirschman (1968, p.9) aventava que a inflação teria sido, no Brasil, o substituto gerschenkroniano dos arranjos de financiamento europeus (mercado de capitais inglês e banco universal alemão). O Estado brasileiro empregava, assim, as ferramentas disponíveis dentro da institucionalidade fiscal e financeira de então para enfrentar o atraso econômico. Apesar de sua importância para a transformação econômica desse período, esse mecanismo de financiamento do crescimento econômico e dos déficits públicos enfrentou sérias dificuldades no início da década de 1960.

O problema chave que se colocava para os atores nessa conjuntura crítica era a ruptura na trajetória de crescimento econômico e de transformação estrutural da década de 1950. O crescimento do PIB diminuiu ano a ano de 10% em 1958 para apenas 0,6% em 1963<sup>4</sup>. O objetivo de avançar o desenvolvimento econômico do país permanecia hegemônico. Porém, os instrumentos se mostravam cada vez mais ineficazes e alimentavam o debate acerca de sua substituição – manifesto no tema das reformas de base. Na reflexão de diferentes correntes e grupos sobre esse contexto, a inflação aparece como tópico incontornável. Entre o fim da década de 1940 e meados da década de 1950, a inflação oscilava entre 10% e 25% ao ano. A

---

<sup>4</sup> Segundo dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, Sistema de Contas Nacionais.

partir da segunda metade da década de 1950, ela se acelera e atinge 80% em 1963<sup>5</sup>. O trabalho já clássico de Bielschowsky (2004, p.413) sugere que, no início da década de 1960, “as dificuldades monetárias foram sérios elementos complicadores que ajudaram a acelerar a crise e a aprofundar a recessão. Assim, se não há consenso quanto às causas da crise, nem mesmo entre os que as buscam em fatores de natureza estrutural, todos – inclusive, é obvio, os que as buscam em fatores conjunturais – concordam que se estava passando por uma grave crise monetária (e financeira)”. Trata-se, portanto, de um contexto de ruptura no qual a inflação é um problema central para se pensar e investigar ferramentas alternativas para destravar o desenvolvimento econômico.

As escolhas de Octávio Gouveia de Bulhões para a pasta da Fazenda e de Roberto Campos para a do Planejamento são bastante eloquentes sobre a guinada monetarista almejada pelo governo Castelo Branco. Do ponto de vista das finanças públicas, essa interpretação indica como “causa primeira do processo inflacionário: o déficit orçamentário da União”, segundo a justificativa de uma proposta de lei da época<sup>6</sup>. A principal prioridade nesse campo foi então zerar o déficit. Além do corte de despesas, essa meta foi abordada por meio de duas iniciativas. Primeiro, a reforma tributária implantada por uma série de medidas legais entre 1965 e 1966, incorporadas na Constituição de 1967. Cabe ressaltar rapidamente alguns de seus pontos centrais, tais como a melhor designação dos fatos geradores, a não cumulatividade e o aperfeiçoamento das instâncias arrecadoras. A segunda iniciativa foi a promoção de um mercado de títulos públicos que auxiliasse no combate ao desequilíbrio fiscal através de operações de crédito.

A viabilização do crédito público se deu primordialmente por meio da criação das ORTNs. Emitidas a partir do segundo semestre de 1964, as primeiras ORTNs possuíam valor unitário de Cr\$ 10 mil, que seria reajustado trimestralmente segundo a inflação, e remuneração anual de 6% sobre esse valor de face. O reajuste obedeceria um coeficiente estabelecido pelo Conselho Nacional de Economia e publicado no Diário Oficial. Seguindo o primeiro coeficiente de reajuste, uma dessas primeiras ORTNs adquirida por Cr\$ 10 mil passaria a valer, por exemplo, Cr\$ 11,3 mil em janeiro de 1965<sup>7</sup>. E a remuneração anual de 6% se basearia no

---

<sup>5</sup> Segundo o Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna (IGP-DI), da Fundação Getúlio Vargas.

<sup>6</sup> Mensagem s/n, Projeto de Lei nº1969 de 1964, Diário do Congresso Nacional, 12/5/1964, p.2992. Com essa caracterização, é impossível não vulgarizar as teses da corrente denominada monetarista nesse período em uma breve menção estenográfica de seu núcleo. Para uma especificação dos detalhes dessa visão – especialmente de sua formulação por Eugenio Gudín –, ver Bielschowsky (2004), que aborda ainda ao longo do livro vários termos do debate entre monetaristas e estruturalistas com relação à inflação, com base em sua análise das correntes de pensamento brasileiro sobre o desenvolvimento econômico. Ver também Loureiro (1997, p.45-49) sobre a trajetória e as propriedades sociais dos protagonistas do debate e sobre os aspectos sociológicos e institucionais da disputa.

<sup>7</sup> Jornal do Brasil, 22/12/1964, p.5.

valor ajustado ao fim de 12 meses estabelecidos na aquisição. As ORTNs são conhecidas na historiografia econômica brasileira como o instrumento que introduziu a correção monetária e que permitiu contornar a Lei da Usura<sup>8</sup>. A correção do valor dos ativos segundo a inflação passada possibilitaria taxas de juros positivas, estimulando as aplicações financeiras. Sobre a instituição desse instrumento, dois aspectos merecem destaque: primeiro, tratava-se de uma medida de indexação bastante experimental e relativamente pioneira; segunda, tratava-se ainda de uma medida emergencial, pensada como uma ferramenta provisória no cenário econômico brasileiro.

A correção monetária do valor das ORTNs foi uma aposta considerável. As experiências com tal tipo de indexação eram pouco numerosas ao redor do mundo. Segundo o levantamento de Campbell e Shiller (1996), as experiências modernas de correção do valor de títulos públicos segundo índices de preço que precederam a brasileira aconteceram na Finlândia (1945), em Israel (1955) e na Islândia (1955)<sup>9</sup>. As condições econômicas diferiam bastante das brasileiras. Em todos esses casos, a inflação registrada antes da implantação da correção não ultrapassava 12% ao ano. Em contraste, os preços subiram 80% no Brasil em 1963<sup>10</sup>. A importância dos títulos indexados também diferencia o caso brasileiro. O Brasil, entre 1964 e 1970, contou exclusivamente com a emissão desse tipo de título<sup>11</sup>. A experiência finlandesa foi descontinuada em 1967 e a partir de então, apenas em Israel os títulos públicos indexados representavam uma parcela expressiva do total da dívida pública. Esse não era o caso no restante do mundo subdesenvolvido, onde ou o mercado de dívida pública era pouco expressivo ou se inspirava no mercado de países centrais. Os países ricos possuíam dívidas majoritariamente – quando não exclusivamente – prefixadas, ou seja, não corrigidas por algum índice. Os títulos indexados tiveram (e tem) aí apenas um papel menor e subsidiário<sup>12</sup>.

Na segunda metade da década de 1960, pouco se havia experimentado ainda com a indexação da dívida. Suas implicações na economia e nas finanças públicas permaneciam,

---

<sup>8</sup> Cabe salientar que a correção monetária era uma solução proposta por diferentes partes do espectro do campo dos economistas brasileiros. Houve pelo menos quatro planos de estabilização de destaque no início da década de 1960: o Plano de Economia de Moreira Salles (62), o PDL 159 de Ignacio Rangel (62), o Plano Trienal de Celso Furtado (62) e o PAEG (64) R. Campos. Desses quatro, apenas o Plano Trienal não incorporava alguma forma de correção monetária (DOMINGUES e FONSECA, 2017).

<sup>9</sup> Os autores listam ainda a experiência da colônia de Massachusetts, hoje nos EUA, onde títulos de dívida indexados à variação do preço de certos produtos foram criados já em 1742.

<sup>10</sup> Novamente, segundo o Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna (IGP-DI), da Fundação Getúlio Vargas.

<sup>11</sup> Em certos momentos da década de 1970, títulos públicos não indexados, as Letras do Tesouro Nacional (LTNs), chegaram a ultrapassar a importância das ORTNs, como veremos adiante. No entanto, as LTNs eram títulos de curto prazo, destinados à operação da política monetária.

<sup>12</sup> Entre os países do centro do capitalismo, o país onde os títulos indexados possuem o maior peso no total da dívida é o Reino Unido: eles somavam pouco menos de 1/3 da dívida britânica na década de 2000 (Campbell et al., 2009, p.83).

portanto, cobertas de incerteza e os juízos permaneciam marcados por hesitação. Em um texto apresentado em uma reunião de técnicos de Bancos Centrais do continente americano, realizada no Rio de Janeiro em 1963, um especialista do Federal Reserve System dos EUA resume a percepção da época: “o uso da indexação possui tanto vantagens quanto desvantagens e as evidências acerca dos benefícios no longo prazo são inconclusivas” (Emery, 1963, p.5-6)<sup>13</sup>. Nesse contexto, as experiências disponíveis para os protagonistas das reformas institucionais brasileiras ofereciam a imagem de um instrumento que, embora talvez menos ideal que títulos pré-fixados, não merecia grande desconfiança. A indexação de títulos públicos ainda possuía um horizonte de uso bastante aberto à experimentação. Com relação a sua aplicação no Brasil, não havia paralelo para estimar o comportamento de um arranjo que baseava a totalidade das operações de crédito da união em um título corrigível num cenário de inflação de quase três dígitos. Mas tampouco havia argumentos contundentes contra seu uso como solução provisória em uma situação de ajuste monetário.

A proposta de lei das ORTNs foi introduzida no Congresso logo após do golpe de Estado de maio de 1964. Da perspectiva dos atores que acabavam de tomar o poder no mês anterior, a criação desse título era apenas uma solução circunstancial para uma rápida recuperação das finanças públicas. É importante salientar que há poucas evidências para se pensar que, nesse momento, as autoridades consideravam comprometer as contas governamentais no longo prazo com esse tipo de título. Na imprensa, o termo utilizado para divulgar as iniciativas que incluíam as ORTNs foi a “reforma de emergência”. Como explicava de forma entusiasmada e didática a Folha de São Paulo, “a esse projeto, que já se encontra no congresso, se seguirá outro, segundo anunciam as autoridades, propondo reformas de maior profundidade em toda a estrutura da legislação e da organização fiscal do país”<sup>14</sup>. Nas palavras de Roberto Campos, um dos protagonistas dessa reforma:

Nós achávamos que, precisamente porque não era possível extinguir rapidamente a inflação, tínhamos de criar mecanismos temporários de encorajamento à poupança e de formação de um mercado “voluntário” de títulos públicos. Esse o objetivo, provisório e limitado, da correção monetária. [...] De qualquer maneira foi concebido como um artifício temporário, enquanto não se fazia uma grande reforma fiscal (que afinal foi feita em 1966/1967), enquanto não se saneava o setor público e não se restaurava o instinto de poupança<sup>15</sup>.

---

<sup>13</sup> Page e Trollope (1974), em outra avaliação que resume o espírito da época, avaliam comparativa dos impactos da indexação em várias bases (preços, PIB, câmbio, etc.) para diversos aspectos da economia (títulos, salários, benefícios previdências, etc.). Sua conclusão é que “não é possível identificar um grande efeito da indexação na economia de qualquer um dos países estudados. Não parece haver um efeito significativo na inflação de qualquer forma” (p.46).

<sup>14</sup> Folha de São Paulo, 25/5/1964, p.6.

<sup>15</sup> Entrevista no livro de Biderman, Cozac e Rego (1996, p.50).

Nesse contexto experimentalista, vários aspectos da implantação das ORTNs merecem igualmente consideração. A introdução das ORTNs no mercado não foi imediata e sua aceitação no mercado se deixa facilmente descrever como uma série de testes, negociações e adaptações. A lei de sua criação (nº 4357 de 16/07/1964) previa que os títulos poderiam ser usados para pagamento de impostos federais. Previa ainda que as aplicações das empresas no então Fundo de Indenizações Trabalhistas deveriam ser realizadas compulsoriamente em ORTNs. Desse modo, sua criação garantia por meio desses artifícios uma demanda mínima independente de sua aceitação no mercado. Assim, sua concepção legal privilegiou a aquisição facultativa tributária e a compulsória do fundo trabalhista. Enquanto sua aquisição permanecesse nesse campo, sua difusão seria limitada. O primeiro passo para as aquisições voluntárias foi dado com uma série de consultas e negociações durante o segundo semestre de 1964 junto à Associação dos Diretores de Empresas de Crédito, Investimento, Financiamento (ADECIF). Em 21 de dezembro desse ano, as ORTNs começaram a ser vendidas ao público pelo Banco do Brasil, alcançando um sucesso bastante limitado. Esse tipo de comercialização e as características do título não despertaram uma demanda expressiva. Como resultado, as emissões de ORTNs não foram suficientes em seus primeiros anos para cobrir os déficits orçamentários. De acordo com Brandão (1989, p.48), entre 1964 e 1968, os títulos cobriram a totalidade do déficit apenas em 1966.

A forma pela qual o mercado de ORTNs ganha impulso é bastante ilustrativa do jogo entre a concepção dos instrumentos criados nas reformas fiscais e financeiras do PAEG e mundo no qual no qual eles são instados a operar. Em 1967, a administração da dívida pública passa da extinta Caixa de Amortização para o departamento de Gerência da Dívida Pública do Banco Central (Gedip)<sup>16</sup>. O Gedip passa a contatar ativamente agentes do mercado financeiro, tais como bancos e corretoras, para tentar aumentar o volume de ORTNs em circulação. Entretanto, o longo prazo dos títulos não motivava o mercado. Diante da experiência pregressa de inflação e default estatal, o carregamento de títulos públicos de longo prazo no mercado brasileiro não era habitual e jamais chegou a quantidades suficientes para se fazer um mercado robusto. Em 1968, um novo artifício é ensaiado: o Banco Central é autorizado a emitir títulos com prazo decorrido. Embora formalmente um título de longo prazo, seu vencimento se daria em 15 ou 30 dias a partir da emissão. A experiência de redução do prazo das ORTNs é um sucesso. A partir de 1969, suas emissões são suficientes para cobrir os déficits orçamentários (BRANDÃO, 1989, p.48). Criada como instrumento de captação de aplicações de longo prazo,

---

<sup>16</sup> As informações desse parágrafo estão detalhadas em um artigo de um antigo chefe do Gedip e presidente do Banco Central, Calos Brandão (1989).



as ORTNs só ganharam impulso e passam a cumprir seu papel fiscal com sua reconversão para o curto prazo no ramo da aquisição voluntária.

O acontecimento seguinte, relevante para o desfecho econômico observado após a crise da década de 1980, foi a Resolução nº 79 do Conselho Monetário Nacional de 20 de dezembro de 1967. Essa resolução instituía que 20% dos depósitos compulsórios dos bancos junto ao Banco Central poderia ser realizado em ORTNs<sup>17</sup>. Na prática, isso significava que parte desses depósitos passava a ser remunerada. No texto da resolução, está expressa a ideia dos atores na época de que a remuneração de parte dos depósitos compulsórios poderia ser usada como instrumento para favorecer a baixa das taxas de juros. Em uma série de reuniões com representantes da ADECIF e das confederações do Comércio e da Indústria no dia 2 de janeiro de 1968, o presidente do Banco Central explica que a medida “contribui para a redução dos encargos financeiros das empresas [bancárias] e, portanto, para a redução dos custos dos produtos oferecidos ao público”<sup>18</sup>.

No início de 1970, a história da dívida pública brasileira ganha novo capítulo com a criação das Letras do Tesouro Nacional (LTNs). Os protagonistas aqui já são outros. O presidente é Emílio Médici e a equipe econômica é encabeçada por Delfim Netto na Fazenda e Reis Veloso no Planejamento. O contexto é o chamado milagre econômico: o crescimento econômico já havia beirado os 10% nos dois anos anteriores e prosseguiria nesse patamar pelos próximos dois. A exposição de motivos do decreto que institui as LTNs, assinada pelo ministro Delfim Netto, exprime elementos importantes desse contexto. Em tom celebratório, ela diz que “à medida que os esforços da política desinflacionaria vêm surtindo efeito e na proporção em que uma nova e sadia mentalidade desenvolvimentista vem contagiando todos os setores produtivos, [...] tornam-se necessárias iniciativas de aprimoramento dos instrumentos de política monetária disponíveis”<sup>19</sup>. O ministro menciona a experiência dos países desenvolvidos nesse campo com operações de mercado aberto e cita ainda que a emissão de ORTNs com prazo decorrido – além de visar a expansão de sua aquisição – constituiu um teste de sua capacidade para manipular agregados monetários no curto prazo. Entretanto, a complexidade de sua remuneração era inapropriada para esse fim. Sua rentabilidade era composta pela correção monetária, juros e deságio. Para que um título tivesse volumosa movimentação e liquidez em um contexto de poucos recursos técnicos para o rápido cálculo de sua precificação, era necessário um instrumento com características simplificadas (Araújo, 2002, p. 28-29). Diante desse problema, o governo cria então as LTNs, títulos de curto prazo (inicialmente com vencimento no mínimo em 35 dias) pré-fixados, isto é, sua remuneração não é ajustada como

---

<sup>17</sup> Recapitularemos abaixo o papel dos depósitos compulsórios no sistema financeiro.

<sup>18</sup> Correio da Manhã, 3/1/1968, p.11.

<sup>19</sup> Projeto de Decreto Legislativo nº 111 de 1970, Diário do Congresso Nacional, 18/4/1970, p.605.

no caso das ORTNs. Sua rentabilidade deriva do deságio ou da diferença entre o preço de venda com desconto e o valor nominal de resgate.

Quando da publicação do decreto lei das LTNs, a equipe de Delfim já indicava que pensava em outras medidas de repercussão para a gestão da dívida pública. O artigo 69 da Constituição de 1967 previa que as operações com títulos públicos envolvendo a amortização de empréstimos internos seriam reguladas por lei complementar. Em outras palavras, se previa que o refinanciamento da dívida poderia obedecer a uma legislação própria, fora do processo orçamentário. É nesse âmbito que se insere a Lei Complementar nº 12 de 8 de novembro de 1971. Ela ratifica a ideia de que a rolagem da dívida pode ser realizada fora do orçamento e delega ao Banco Central sua administração. Em seu §3 do Art. 1, a lei vai mais longe e dá poderes ao CMN para dispensar toda operação com dívida mobiliária interna de registro na lei orçamentária. O Banco Central se tornava, assim, o banco da dívida pública.

### **3 DOS CHOQUES DO PETRÓLEO À CRISE DA DÍVIDA**

Nunca antes o petróleo esteve tão caro quanto em janeiro de 1974. De cerca de US\$3,2 ao longo de 1973, o barril de petróleo cru subiu para US\$13,4 em um mundo no qual 46% da matriz energética dependia desse recurso<sup>20</sup>. 1975 foi, como consequência, um ano de desaceleração do PIB mundial. Ademais, o impacto do petróleo nos custos de produção disseminou a inflação por toda parte. A taxa de inflação nos EUA atingiu um patamar observado anteriormente apenas em períodos de guerra. Junto com o colapso das bolsas em 1973-74, esse evento inaugura o período de estagflação em vários países desenvolvidos. A partir de um episódio geopolítico no oriente médio (Guerra do Yom Kippur) que se relacionava com o tabuleiro geopolítico mundial, o mundo entra em sua segunda conjuntura crítica do século XX que não envolve guerras mundiais<sup>21</sup>. Esse contexto desafia as instituições do capitalismo global e as estruturas de relações políticas internacionais. Particularmente, ele desafia também os arranjos institucionais que cada país individualmente vinha desenvolvendo desde o fim da Segunda Guerra Mundial. O Brasil sofre igualmente os impactos desses eventos. A inflação, que permaneceu em 16% nos anos de 1972 e 1973, subiu para 35% em 1974. A tendência à estabilização monetária é sacudida. A nova estrutura das finanças públicas e, particularmente, a nova relação entre Estado e finanças é colocada à prova dessas circunstâncias.

---

<sup>20</sup> O dado sobre a matriz energética é para o ano de 1973, segundo UNCTAD (2010, p.3). Os dados sobre o preço do petróleo são do FMI.

<sup>21</sup> Assumindo como primeira conjuntura crítica a Grande Depressão da década de 1930.

Na quinta-feira 25 de abril de 1974, os efeitos dessa situação são explicitados nacionalmente em um evento onde o ministro da fazenda, Mario Henrique Simonsen, falou a centenas de empresários do setor financeiro na sede da ADECIF no Rio de Janeiro. O tom da fala seguiu a Exposição de motivos dos Ministros do Planejamento e da Fazenda sobre o combate à inflação, aprovada dois dias antes<sup>22</sup>. A inflação deu sinal de aceleração nos primeiros três meses do ano, um indicador problemático diante da ordem presidencial para manter a taxa de crescimento econômico próximo dos 10% em 1974. Entre as várias iniciativas anunciadas, estava a ideia de melhorar os mecanismos de funcionamento do *open market*, ou mercado aberto de títulos financeiros onde a dívida pública interna circula. Uma parte importante desse mercado estaria funcionando com o artifício da carta de recompra, que, além de não consistir em documento juridicamente reconhecido, produzia riscos para o sistema.

A carta de recompra de títulos financeiros é um instrumento essencial para entender a dinâmica da construção do mercado financeiro no Brasil e, particularmente, das relações entre finanças e Estado após os choques do petróleo. Resumidamente, ela constitui um compromisso assumido por uma corretora ou banco de recomprar de um investidor, com um desconto, um título de médio ou longo prazo antes de seu vencimento. Por exemplo, a corretora ou banco vendem uma ORTN de cinco anos a um investidor com o compromisso de recompra-la em 30 dias. O preço da recompra é pré-fixado calculando-se a expectativa de rendimento da ORTN nesse prazo de 30 dias, com uma dedução que será o ganho da corretora ou banco. Qual é a razão de ser de tal artifício? Do ponto de vista do investidor, a redução radical de tempo de carregamento de um título que, em princípio, seria de longo prazo. A posição assumida pelo investidor em um cenário de inflação seria, portanto, muito menos arriscada, que se ele carregasse o título até seu vencimento. Do ponto de vista do emissor (no caso, o Estado), seus títulos ganham demanda no mercado, mesmo com investidores indispostos a adquirir títulos de longo prazo. O intermediário ganha com a arbitragem.

Márcio Noronha, personagem desses primórdios do mercado financeiro brasileiro, detalha o surgimento e a lógica das cartas de recompra no contexto do início do mercado aberto no fim da década de 1960:

Nessa época, praticamente todas as empresas brasileiras com sobra de caixa mantinham o seu capital de giro em dinheiro nas agências bancárias sem receberem nenhuma remuneração, apenas faziam saldo médio com os benefícios pertinentes, tais como linhas de crédito e taxas menores quando da necessidade de um empréstimo.

Com o surgimento desses títulos [ORTNs] alguns corretores perceberam que surgira um novo nicho no mercado que poderia gerar novas receitas para eles. Por ser um mercado desconhecido, no início não se tinha uma ideia precisa do potencial desse setor que depois ficou conhecido como Open Market (denominação do mercado similar nos EUA) ou Mercado Aberto.

---

<sup>22</sup> Diário Oficial da União, 25/4/1974, p.4784.

[...]

Tinha um grupo maior de pessoas [nos departamentos de open market de corretoras] que fazia a parte comercial, isto é, saía em busca de empresas que quisessem remunerar o dinheiro que ficava depositado na conta dos bancos sem rendimento. Como os títulos mais curtos venciam um ano após a sua emissão e o dinheiro disponível das empresas ficava disponível por períodos bem menores, o Banco Central permitia às corretoras emitirem cartas de recompra para qualquer tipo de ORTN que eram entregues para o cliente como garantia juntamente com uma carta de recompra para a data que quisesse receber o dinheiro de volta, desta forma podendo casar o tempo em que o dinheiro do caixa ficaria disponível com a recompra na data combinada pelas partes. Na data combinada de resgate ocorria o inverso. A corretora entregava para a empresa um cheque com o principal acrescido do rendimento dos dias em que o dinheiro ficou aplicado e recebia de volta as ORTNs e a carta de recompra perdia a sua validade.

O lucro das corretoras vinha da diferença entre o rendimento real da ORTN e a taxa de remuneração combinada com os financiadores ou aplicadores<sup>23</sup>.

Os primeiros agentes a operar no mercado aberto visualizaram a possibilidade de mobilizar recursos à vista não remunerados de investidores, notadamente empresas, como fonte para colocar títulos públicos no mercado. Diante do descasamento entre prazo de vencimento do título público e da necessidade de liquidez do investidor, a carta de recompra foi desenvolvida como instrumento de intermediação. Em termos mais próximos do jargão contemporâneo, as corretoras operavam quase como bancos de investimento, subscrevendo os títulos do emissor primário; mas, ao invés de revender o título propriamente, colocava no mercado opções *put*, ou de venda, de curto prazo a disposição dos investidores.

Essa prática tem implicações para a política monetária no mercado aberto e foi tematizada numa polêmica entre atores envolvidos nesse mercado entre o final de 1975 e o início de 1976. De um lado, agentes financeiros cariocas; de outro, autoridade monetária e agentes financeiros paulistas<sup>24</sup>. Ambas partes reconheciam que, na falta de instrumentos financeiros adequados no fim da década de 1960, as cartas de recompra foram a maneira que as corretoras encontraram para criar o mercado de títulos. Se elas não tivessem ativamente procurado agentes não bancários para financiar suas carteiras em títulos, o mercado não teria decolado. Se elas não tivessem oferecido um instrumento de menor prazo via cartas de recompra, os agentes não bancários não teriam aceito o negócio.

A partir de 1975, o Ministério da Fazenda e a autoridade monetária experimentaram diferentes arranjos para lidar com duas questões prementes. A primeira: retomar as rédeas do

---

<sup>23</sup> *Década de Sessenta: Os anos Folheados a Ouro do Open Market*, 28 de outubro de 2015, em: <http://marcionoronha.com.br>.

<sup>24</sup> Entre novembro de 1975 e março de 1976, vários pronunciamentos na imprensa atacam ou defendem a carta de recompra. Merece destaque os ataques de Casimiro Ribeiro (então presidente da Anbid) e do jurista José Luiz Bulhões Pedreira, além de pronunciamento da direção de bancos de São Paulo, tal como o Bradesco. Do outro lado do tabuleiro, a defesa vem de pronunciamento anônimos de agentes do mercado aberto no Rio em notas de jornais cariocas, bem como pronunciamentos e documentos da Bolsa de Valores do Rio.

processo inflacionário. A segunda: romper com as práticas curto-prazistas no mercado aberto, a fim de melhor implementar política monetária.

Na tentativa de se retomar o controle da inflação, a medida mais marcante desse contexto foi a mudança no índice de correção monetária. Em meados de 1975, um novo termo começou a circular na imprensa econômica: acidentalidade. O termo se refere ao caráter circunstancial e reversível do aumento de preços de certos bens. Em uma economia já amplamente indexada, o aumento súbito e intenso do preço do chuchu – por conta de questões climáticas, por exemplo – teria impacto em reajustes outras áreas, tais como os alugueis e as contribuições à previdência social<sup>25</sup>. A FGV começou estudos nesse momento para desenvolver um novo índice que descontasse o impacto dessas acidentalidades. O governo adota o conceito para produzir um novo índice de correção. Em 15 setembro de 1975, o ministro Simonsen anuncia o novo número que expurga os fatores circunstanciais. Em nota, os Ministérios da Fazenda e do Planejamento justificam que a “apuração dos coeficientes de correção monetária exige a utilização de índices de preços adequados, que reflitam convenientemente o ritmo inflacionário, mas que não introduzam componentes indevidos de realimentação do processo altista”<sup>26</sup>. O impacto no mercado financeiro já se deixou sentir no início de 1976, quando os prazos em nas negociações se encurtaram cada vez mais. Como observa um jornalista econômico na época:

De súbito, o comportamento obscuro e tendencioso de alguns aplicadores tradicionais vem à tona no mercado de capitais: aplicações a longo prazo foram abandonadas, os negócios a curto e curtíssimo prazo passam a contaminar investidores atraídos por rendimentos favorecidos por circunstâncias econômicas especiais. E a carta de recompra, considerada pelo governo como instrumento clandestino nas transações entre instituições financeiras, assume a ordem do dia<sup>27</sup>.

A segunda medida adicional nesse contexto envolve justamente as cartas de recompra. Como mencionado, esse instrumento já estava na mira do governo desde os primeiros impactos do choque do petróleo e suas características se tornaram objeto da supramencionada polêmica na imprensa e nos meios financeiros entre 1975 e 1976. O Ministério da Fazenda e o Banco Central não o enxergavam com bons olhos, pois ele prejudicaria a operação da política monetária no mercado aberto. Em 9 de abril de 1976, a Resolução nº 336 do Banco Central é publicada, visando limitar e regulamentar o uso da carta de recompra. Ela admite e regulamenta

---

<sup>25</sup> A revista Conjuntura Econômica de setembro de 1975 traz um panorama das questões reajustadas pelo índice de correção monetária publicada pelo governo. Se em seu início, em 1964, o índice abarcava apenas as ORTNs e débitos atrasados do imposto de renda, ele responde pelo reajuste nove itens econômicos em 1975. Não se pode esquecer que outros preços da economia eram igualmente indexados (embora por outras regras), tais como os salários.

<sup>26</sup> Folha de São Paulo, 16/9/1975, p.19.

<sup>27</sup> Folha de São Paulo, 8/2/1976, p.39.

a recompra para LTNs, deixando implícito que essa operação com outros ativos não é reconhecida e, portanto, ilegal. Um ano depois, em abril de 1977, o Banco Central amplia a permissão para operações com recompra à debêntures e títulos estaduais, impondo uma limitação de alavancagem de três vezes o valor das reservas da instituição. No período 1976/78, 75% das transações com LTNs e 78% das transações com outros títulos foram realizadas com operações de recompra previstas na resolução do CMN (Andima, 1994, p. 37).

Os eventos que sucederam o primeiro choque do petróleo deixaram marcas profundas na trajetória do jovem mercado financeiro brasileiro. Por um lado, o problema deixou de ser a construção de um mercado aberto. Os haveres financeiros da economia brasileira passaram de 20% no início da década de 1960 para 40% do PIB no início da década de 1970<sup>28</sup>. Desde pelo menos 1971, a maior parte dos jornais de grande circulação já contava com uma seção *open market* em seus cadernos econômicos, noticiando os movimentos dos principais títulos. ORTNs e LTNs em poder do público chegaram a 7,4% do PIB em 1978, em contraste com a desapareição de títulos públicos federais em 1963<sup>29</sup>. Um dos principais ensinamentos da sociologia dos mercados é que os mercados são uma tarefa<sup>30</sup>. No caso do mercado financeiro brasileiro, essa tarefa se mostrava bastante avançada após uma década de trabalho.

Por outro lado, às vésperas do segundo choque do petróleo, a ambição de usar esse mercado como arena de financiamento fiscal e de política monetária enfrentava sérios obstáculos. A tendência decrescente das taxas de inflação vivenciada durante o chamado milagre econômico se reverteu em 1974. Entre 1974 e 1978, a inflação demonstrava ano a ano que não cederia, permanecendo próxima de 40% ao ano. A nova trajetória da inflação foi um primeiro fator sobre a expectativa dos agentes financeiros. O segundo foi a alteração nas regras de correção monetária. Intermediários e aplicadores, que já hesitavam a se engajar em títulos de longo prazo, acentuaram suas disposições curto-prazistas, diante do que julgavam ser sinais de um mundo mais incerto. As regras de remuneração se tornavam mais indeterminadas, pois tanto a prometida estabilidade monetária quanto seu mecanismo temporário de defesa, a correção monetária, não inspiravam mais segurança. Nesse contexto, contava-se com a ferramenta perfeita para operar o encurtamento das aplicações: a carta de recompra, seja na legalidade ou na clandestinidade.

---

<sup>28</sup> Haveres financeiros fora do Banco Central. Segundo dados do Banco Central e do IBGE.

<sup>29</sup> Dados da Andima.

<sup>30</sup> Faço referência aqui principalmente às lições de Garcia (1986) para o caso de um mercado agrícola e de MacKenzie (2006), para o caso do mercado de opções. Esses trabalhos desenvolvem uma versão forte do argumento construtivista sobre arranjos semelhantes à noção de mercado perfeito e sobre as decisões racionais aí inseridas. Tais arranjos e decisões não emergiriam espontaneamente no funcionamento da economia, mas seriam resultado de um esforço proposital e orientado pela teorização econômica e financeira. Ver ainda Amable (2010) sobre o papel da ideia do mercado como tarefa nos roteiros neoliberais de políticas públicas.

Essa sequência estabeleceu ondas de migrações entre títulos<sup>31</sup>. O vai e vem de aplicações entre LTNs e ORTNs, buscando maior rentabilidade segundo as circunstâncias do momento, foi acompanhado da redução do prazo dos títulos. O prazo médio formal das LTNs emitidas permaneceu em torno de 3 meses e 15 dias entre 1974 e 1978. Entretanto, seu prazo efetivo é difícil de ser estabelecido, pois nesse período o próprio Banco Central passou a atuar por meio de carta de recompra, reduzindo a maturidade das LTNs. As ORTNs atingiram seu ápice com um prazo médio de 37 meses e 29 dias em dezembro de 1975. A partir daí seu prazo médio declina até chegar em 25 meses em meados de 1979.

O choque do petróleo em 1979 é o segundo grande abalo que desafia novamente o arranjo fiscal-financeiro que vinha sendo montado ao longo da década de 1970. Dessa vez, o preço do barril de petróleo cru, de US\$ 12,8 em outubro de 1978, subiu para quase US\$ 40 no final de 1979. Novamente, a aceleração da inflação e a recessão em vários países do mundo se sucede. A subida dos preços ultrapassa 10% nos EUA. O evento no tabuleiro geopolítico mundial é agora a Revolução Iraniana, seguida da Guerra Irã-Iraque. Esse acontecimento tenciona ainda mais as estruturas do capitalismo global e renova a provação dos arranjos institucionais domésticos. No Brasil, a tentativa de controle da inflação, no quadro das diretrizes de manutenção do crescimento econômico e de transformação estrutural do II PND, sofre forte revés. A inflação que havia subido ao patamar de 40% ao ano no período 1974-78, chega a 77% em 1979 e 110% em 1980.

A iniciativa que merece destaque nesse contexto é o aprofundamento das mudanças no cálculo da correção monetária. No plano político, João Figueiredo assume a Presidência da República em março de 1979. Delfim Netto retorna à área econômica como ministro do planejamento e anuncia, no começo de outubro, que a participação do aumento no preço do petróleo não seria incluída no cálculo para a correção monetária. A acidentalidade se mostrava já bem instalada no discurso econômico. O secretário Geral do Ministério da Fazenda, Marcio Fortes, justificava a medida justificando que “se considerarmos que os aumentos do petróleo são de fato extraordinários e que atuam sobre a economia brasileira como uma real acidentalidade, nós concordamos que parte deles seja caracterizada assim e possa ser retirada

---

<sup>31</sup> Depois de seu lançamento em 1970, as LTNs se expandiram rapidamente. Além de obedecer ao objetivo de fazer mercado, essa expansão foi o principal instrumento da esterilização das divisas que entraram em abundância no país nos primeiros anos da década de 1970<sup>31</sup>. Em agosto de 1973, elas chegaram a 45% dos títulos federais em poder do público. Com o aumento da inflação no início de 1974, as aplicações migram para as ORTNs, protegidas pela correção monetária. LTNs caem para 27% da dívida em dezembro de 1975. Em 1976, com o expurgo da correção e com a resolução que autoriza recompra apenas para LTNs, essas últimas voltam a ser populares no mercado. No fim de 1978, elas somam metade dos títulos federais em poder do público. Os expurgos de acidentalidade puxaram para baixo as transações com ORTNs por certo tempo. O valor real desses títulos em poder do público decresceu em 5,3% em 1976 e 13,3% em 1977. Era a primeira vez que tal redução acontecia desde seu lançamento.

dos índices de inflação”<sup>32</sup>. O termo expurgo dos índices de inflação se tornara corrente desde as mudanças na correção em 1975. Em 6 de outubro a FGV divulgou a taxa de inflação e os índices de correção monetária. A correção de outubro para novembro, que seria de 5,31%, foi fixada em 4,58% com o expurgo<sup>33</sup>. Segundo os técnicos da FGV que trabalham no cálculo do índice, a alta do petróleo respondia por 42% da inflação acumulada nos doze meses anteriores. Esse evento consolidou o descompasso da correção monetária. Antes do segundo choque o expurgo foi usado intermitentemente. Durante 1978, esse recurso não foi usado durante meses. Agora sua utilização seria sistemática e mudaria permanentemente as regras de remuneração do mercado de títulos.

#### **4 CRISE DA DÍVIDA E A CIRANDA FINANCEIRA**

“A crise da dívida da década de 1980 é o evento mais traumático da história econômica da América Latina”, sentencia o economista colombiano José A. Ocampo (2014, p.87) na abertura de um texto sobre as crises já atravessadas pelo subcontinente. O enredo da convulsão começa com a elevada liquidez internacional, acentuada pelos petrodólares em busca de aplicação mundo afora, que desempenha papel central no alto endividamento dos países subdesenvolvidos durante a década de 1970<sup>34</sup>. O choque de 1979 acelera a inflação nos EUA. Paul Volcker, presidente do *Federal Reserve*, trata o problema com a taxa de juros e a *prime rate* estadunidense sobe continuamente de 9% em 1978 para 19% ao ano em 1981. Os juros internacionais seguem igualmente a rota altista. A dívida dos países devedores – contraídos a taxas de juros variáveis – assume dimensões inquietantes. Na América Latina, o México é o pioneiro na explicitação do problema, declarando moratória em agosto de 1982. No Brasil, a dívida externa aumenta de US\$ 43,5 bilhões em 1978 para US\$ 70,2 bilhões em 1982, por conta da flutuação dos juros. A situação é bastante crítica durante todo o ano de 1982. Quando passam as eleições de novembro, a incapacidade de honrar os pagamentos da dívida externa se explicita igualmente no país com o anúncio de apelo ao FMI (Safatle, 2012). A crise da dívida brasileira eclode então para o grande público.

No fluxo de compromissos e descumprimentos com o Fundo Monetário Internacional, cabe destacar o acordo de novembro de 1984, a moratória de fevereiro de 1987 e o stand-by de julho de 1989<sup>35</sup>. Inserido na longa duração da América Latina, o transcurso das negociações

---

<sup>32</sup> Folha de São Paulo, 6/10/1979, p.15.

<sup>33</sup> Jornal do Brasil, 6/10/1979, p.1.

<sup>34</sup> Sobre as causas e fases do endividamento externo brasileiro na década de 1970, ver Cruz (1984).

<sup>35</sup> No ciclo de endividamento externo que se inicia após o Plano Real, merecem destaque o apelo ao FMI logo após as eleições de outubro de 1998 e o pagamento antecipado da dívida com o Fundo em dezembro de 2005.



apresenta implicações significativas. Os impactos da Grande Depressão da década de 1930 levaram a moratórias, renegociações com perdas para credores e, conjuntamente, a receituários econômicos que produziram décadas de crescimento. Segundo Ocampo (2014), a crise da década de 1980 teve um desenlace oposto, com dilatadas negociações e operações para evitar default e com receitas contracionistas que prolongam a morosidade econômica. A ideia de Armínio Fraga (1986) de comparar o ajuste da dívida brasileira com as reparações de guerra alemãs é suficientemente eloquente sobre a magnitude das adversidades. Entre 1983 e 1985, o pagamento da dívida externa teria transferido 15% do PIB brasileiro para o exterior (Safatle, 2012, p.10). Apesar das transferências, o crescimento moderado só veio vinte anos depois, durante a fase do boom internacional de commodities.

As análises macroeconômicas, baseadas principalmente em dados do balanço de pagamentos e das contas nacionais, propiciam entendimentos valiosos acerca da trajetória da dívida. Mas elas talvez não enfatizem suficientemente o quanto a relação entre Estado e mercado financeiro doméstico se torna problemática na primeira metade da década de 1980. A publicação da Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto (Andima, 1994) sobre a história da dívida pública é uma das referências mais citadas na literatura acadêmica que aborda a questão. Escrito por atores que vivenciaram o cotidiano de um mundo atento à remuneração e ao risco, esse livro é um documento incontornável. A visão das corretoras pode ser resumida na seguinte passagem:

A partir do momento em que esses fluxos [de capitais internacionais] foram interrompidos no decorrer dos anos 80, notou-se ainda mais a importância das operações de mercado aberto no endividamento público e os efeitos nocivos das constantes intervenções do governo, alterando regras previamente acordadas (Andima, 1994, p.50).

Esse trecho é bastante sugestivo com relação à mudança na relação entre Estado e mercado financeiro. Na década de 1970, as duas esferas convergiam no interesse comum de consolidar o mercado aberto. Apesar do crescimento da dívida interna, a década seguinte é marcada por uma distensão visível nessa relação.

Como o mercado participava cada vez mais no financiamento estatal por meio da dívida, num contexto de “constantes intervenções do governo” e seus “efeitos nocivos”? Do ponto de vista da acontecimentalidade, a história se acelera aqui, pois há uma sequência de medidas e eventos muito numerosa até 1986, que faz o molde institucional e o comportamento dos atores ricochetearem de maneira quase inclassificável. Da perspectiva do mercado, o livro da Andima elenca dezenas de providências tomadas pelo governo nesse período. Algumas merecem destaque especial.

Entre agosto de 1979 e final de 1980, o governo tabelou os juros e a correção monetária. Essa medida significava a prefixação desses parâmetros, com o intuito de manejar as expectativas inflacionárias. A taxa de juros doméstica, particularmente, foi elevada em meados da década de 1970 para evitar a fuga de capitais e captar recursos externos líquidos (Cf. Biasoto, 1988). No entanto, sua alta se intensificou no fim da década, tendo como principal suspeito a especulação financeira. A queixa principal era que a alta dos juros estaria prejudicando as atividades produtivas. Desde a primeira metade de 1978, o tabelamento já estava em debate entre o empresariado como iniciativa para reduzir os juros. A discussão começa a se expressar dentro do próprio governo, em esferas como o Conselho de Desenvolvimento Econômico. A proposta esbarrava, porém, na posição contrária do ministro Simonsen<sup>36</sup>. Quando o governo Figueiredo toma posse em março de 1979, a disputa assume o caráter de guerra palaciana. Entre março e agosto, a questão da prefixação fornece uma entrada privilegiada na contenda entre, de um lado, Simonsen (agora no Planejamento) e Carlos Brandão (presidente do BC) e, do outro lado, Delfim Netto (que retorna ao governo na pasta da Agricultura), que se coloca a favor do tabelamento. Finalmente, o grupo de Delfim Netto ascende aos postos chave da equipe econômica em agosto de 1979 – onde permanecem até o fim do governo Figueiredo. A prefixação é implantada logo em seguida<sup>37</sup>.

O interesse nessa disputa em meados de 1979 se justifica pela seguinte questão: embora palaciana, a disputa explicitava definitivamente que o contencioso se armava sobre um terreno social distinto das décadas anteriores. Os dispositivos financeiros passam a penetrar várias esferas e redistribuem os interesses e as posições. Para ilustrar a percepção da época acerca do que estava em jogo, vale percorrer a longa, mas esclarecedora ponderação de um comentarista econômico em maio de 1979:

A posição de Brandão [defesa do *open market*] não é corroborada por empresários, que vêm no open a principal causa pelo alto custo do dinheiro; por economistas não oficiais, que o consideram o nó górdio da atual crise; pelo ministro [da fazenda] Rischbieter, que anda investindo contra a ‘selvageria do open’; e mesmo pelo diretor de mercado de capitais do BC, Luiz Lemos Leite, que diz ser contra os desvios e distorções que se criaram no open

---

<sup>36</sup> Ver, por exemplo, *Jornal do Brasil*, 21/1/1978, p.16, 5/8/78, p.23 e 15/1/1971, p.29 e *Folha de São Paulo*, 28-4-1978, p.27. Na visão de Simonsen, baixar as taxas de juros “pelo tabelamento seria tentativa ingênua; mas, um corte substancial de gastos públicos, hoje perfeitamente exequível, provocará naturalmente essa redução” (*Jornal do Brasil*, 26/1/1979, p.16).

<sup>37</sup> Em abril, os jornais noticiavam que o tabelamento, medida considerada muito dura e restritiva por parte do Estado, estava fora de cogitação. A principal fonte dessa informação era Carlos Brandão. No fim de maio, Simonsen fala na tribuna do Senado em defesa dos juros livres. Nos meses seguintes, o grupo de Simonsen parece perder seu prestígio junto à Residência da República e, em agosto, as cartas são redistribuídas a favor de Delfim Netto, que assume a pasta do Planejamento. A seu lado, ele conta principalmente com Ernane Galvêas, primeiro no BC e depois no Ministério da Fazenda.

As divergências dentro do seio do governamental parecem estar adiando o “pacote financeiro”, como já ocorreu quando da discussão sobre o tabelamento dos juros. Se a posição e Brandão – um monetarista ortodoxo – for vencedora no CMN, pode-se esperar medidas suaves. [...]

Nesse caso, os empresários continuarão arcando com um alto custo do dinheiro de que necessitam para manter ou ampliar seus negócios. Mas contarão com o open para auferir os ganhos que não conseguem em suas atividades produtivas. Basta examinar os balanços das maiores empresas brasileiras dos últimos anos para se verificar que aumenta anualmente o número de companhias que tira seu lucro do mercado financeiro (lucro não-operacional) e não da produção (lucro operacional).

Em pior situação ficam os consumidores que, não tendo a válvula de escape do open, continuarão a pagar juros altíssimos quando necessitarem se endividar e preços altos para os produtos que são obrigados a consumir para sobreviver (Meissner, 1979, p. 45).

Meissner sintetiza boa parte da visão crítica sobre o problema. O mercado financeiro brasileiro foi construído de forma tal durante a década anterior, que o setor produtivo foi igualmente cooptado pelas más práticas das finanças especulativas. Qualquer movimento estatal no campo das taxas de juros instigaria grupos sociais nessa nova configuração.

Se a sociologia política desse observador econômico do período estiver correta, as medidas do fim de 1979 constituíram um teste de resistência contra o setor financeiro. Ao mexer com as formas de remuneração da economia, a equipe de Delfim experimentava a capacidade do instrumento do tabelamento diante das formas de ganho. Não era uma briga isolada com esse setor, uma vez que a prefixação se inseria num rol mais amplo de medidas tomadas no fim de 1979<sup>38</sup>. Mas trata-se de uma frente com um desfecho relevante separadamente. Ao longo de 1980, a medida foi prejudicando as captações no mercado de títulos. Para estimular a colocação de seus papéis, as autoridades se viam obrigadas a “engordar a remuneração de seus *dealers* [...], numa espécie de pagamento por fora” (Lorente, 1980, p.46). A Andima (1994, p. 42) aponta que o diferencial entre a correção monetária e a inflação (IGP-DI) foi de 28%. O tabelamento da correção e da taxa de juros é suspenso no último trimestre de 1980. O levantamento da medida é seguido por um aumento abrupto na taxa de juros.

O ano de 1980 é marcado ainda por duas questões relevantes. Primeiro, se inicia aí o aumento do volume de títulos públicos na carteira do Banco Central. Diante da dificuldade de colocação junto ao público, o governo buscou financiamento junto ao próprio BC. A segunda é questão a ser destacada é a mudança no indicador de correção monetária. Do IPA da FGV, a correção passa a ser guiada pelo índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) do IBGE no último trimestre de 1980. O índice de correção monetária é alterado ainda duas vezes antes da metade da década de 1980. Em 28 de junho de 1983 ele deixa de ser o INPC e passa a ser

---

<sup>38</sup> Vale mencionar ainda a mudança no reajuste salarial – que de anual passou para semestral –, os cortes em investimentos públicos e em subsídios e a maxidesvalorização do Cruzeiro, depois de uma longa política de minidesvalorizações periódicas desde 1968 (Cf. Carneiro, 2002 e Macarini, 2008).

o Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna (IGP-DI) com expurgo de choques de oferta. Em 27 de novembro de 1985 nova mudança para o Índice de Preços ao Consumidor Ampliado (IPCA) do IBGE.

Em 1982, o governo desaponta aspirações do mercado financeiro ao instituir o Imposto de Renda sobre os ganhos com ORTNs cambiais. Entre 1980 e 1982, a inflação permaneceu no patamar de 100% ao ano. Nesse quadro, as LTN, títulos com remuneração prefixada e sem proteção contra a subida de preços, são rejeitadas no mercado. Elas praticamente desaparecem em 1984. A demanda maior não se volta, porém, aos títulos com correção monetária. A expectativa de uma forte desvalorização cambial, visto os problemas no balanço de pagamentos enfrentados pelo país, fomentou a procura por ORTNs com correção cambial, ou seja, cuja remuneração varia com a taxa de câmbio. A maxidesvalorização finalmente acontece em fevereiro de 1983. Dois dias depois da desvalorização, um decreto lei estabelece o imposto de renda na fonte de 45% para ganhos com ORTN cambiais acima da correção monetária.

Expurgos, tabelamentos, mudanças nos índices e impostos improvisados. Na visão do mercado financeiro, os experimentos do governo para tentar controlar a inflação no dramático período de ajuste da primeira metade da década de 1980 produziram uma mudança irreversível da perspectiva dos atores sobre suas formas de ganhar dinheiro, calcadas especialmente em investimentos com títulos públicos. As intervenções constantes nas regras do jogo teriam resultado em uma indeterminação radical acerca do *yield* ou da taxa de retorno das aplicações no médio e longo prazo<sup>39</sup>. Como consequência dessa incerteza, as aplicações migram consistentemente para o curto prazo. Como sumariza a Andima (1994, p.53), o “recrudescimento da inflação e as constantes mudanças na metodologia de cálculo da correção monetária afetavam a credibilidade do crédito público. Consequentemente, o mercado passou a exigir, da autoridade monetária, redução de prazos para a colocação das LTNs e ORTNs”.

## **5 CRUZADO E A INVENÇÃO DO TÍTULO CORRIGIDO POR JUROS**

Conforme o mercado observava uma série de mudanças nos parâmetros de seus ganhos, sua exigência de garantias aumentava. A zeragem automática e a carta de recompra se consolidam como expedientes que reduzem radicalmente o risco de carregamento dos títulos

---

<sup>39</sup> Essa visão é resumida no seguinte comentário de um jornalista econômico da época: “como uma parcela da rentabilidade dos títulos públicos – a correção monetária – é um valor cuja fixação segue condicionantes políticas, o público investidor teme que essa parcela venha a sofrer uma escamoteação no futuro e, por isso, procura precaver-se mediante exigências de que a parcela não política de seu rendimento tenha margem capaz de compensar essa eventual perda. Uma grande parte dos elevados juros reais praticados no mercado de títulos públicos, que influenciam todo o mercado de títulos, tem por base um clima de incerteza” (Wanderley, 1985, p.33).

públicos. Para garantir sua aceitação no mercado, as autoridades garantiam implicitamente que as instituições financeiras não teriam prejuízos. O rendimento dos títulos cobriria o custo de captação no mercado às taxas do overnight. Porém, alguns choques sempre poderiam acontecer. Lopreato (2015, p.16) resume as medidas em caso de problemas no arranjo: “Nos momentos de stress no mercado, quando o aumento dos juros provocava o descasamento entre a rentabilidade das carteiras e as taxas do over usadas na remuneração dos recursos captados em mercado, o Banco Central do Brasil (BCB) trocava a carteira de títulos e reestabelecia a calma nos mercados”.

Esse arranjo é então um dos aspectos mais salientes da relação entre finanças e Estado, quando a Nova República avança sua primeira jogada no campo da política econômica. O Plano Cruzado foi lançado em fevereiro de 1986 com o objetivo de acabar com a alta inflação. Sua estratégia incluía uma série de medidas, tais como alteração da moeda, que passava a ser o Cruzado, e congelamento de vários preços: de bens e serviços, dos salários (pela média de seu valor dos últimos seis meses) e da dívida pública pós-fixada. As ORTNs passavam a se chamar apenas Obrigações do Tesouro Nacional (OTNs) e permaneceriam congeladas por um ano.

A intenção era promover a desindexação da economia. O plano incorporava de maneira definitiva o diagnóstico da inflação inercial, isto é, a ideia de que os preços sobem hoje porque há mecanismos – a indexação generalizada – que reproduzem sua alta no presente. Em contraste com os mecanismos clássicos encontrados em manuais de Economia (pressões de demanda ou choques de oferta), esse entendimento marcou uma virada nas intervenções propostas para atacar o problema dos desequilíbrios econômicos. Uma virada correspondente ocorreu nos protagonistas da equipe econômica: os “economistas da oposição” têm a primeira chance de aplicar suas ideias nos postos-chaves do Estado<sup>40</sup>. Esses economistas estavam convencidos que a correção monetária desempenhava um papel central na reprodução da inflação. A correção deveria, portanto, ser desarmada pelo congelamento.

O Plano Cruzado inaugurou ainda uma temporada de reformas institucionais no âmbito da relação do Estado com o mercado financeiro. É talvez a onda de reforma mais abrangente desde Bulhões e Campos. Em 1986 é extinta a conta movimento do Banco do Brasil e criada a Secretaria do Tesouro Nacional (STN) no interior do Ministério da Fazenda, que assumiria todas as funções fiscais do BC. Em 1987, estabeleceu-se que a atribuição de administrador da

---

<sup>40</sup> A progenitura e execução do Plano envolveu, com graus distintos de engajamento, vários nomes da heterodoxia da época. Da órbita da PUC-RJ, vinham Pêrsio Arida, André Lara Resende, Francisco Lopes e Edmar Bacha; da Unicamp, Luiz Gonzaga Belluzzo e João Manuel Cardoso de Mello. Remeto novamente a Loureiro (1997) para a formulação já clássica acerca da configuração do campo dos economistas na década de 1980 e a Presser (2001) sobre a dissensão posterior entre esses dois grupos na década de 1990.

dívida mobiliária da União passaria no início de 1988 do BC para o Ministério da Fazenda<sup>41</sup>. Logo em seguida, essa atribuição passou à STN. O percurso de implantação de instrumentos de política monetária e fiscal – caracterizado por gradualismo cauteloso – encerrava um importante ciclo iniciado na década de 1940<sup>42</sup>. Finalmente, o panorama institucional brasileiro se assemelhava ao mundo descrito por manuais de Economia. Doravante, havia três órgãos públicos distintos, com funções precisamente distintas. A Secretaria do Tesouro Nacional assumia a política fiscal, o Banco Central se transformava em autoridade monetária plena e o Banco do Brasil é limitado a suas atividades de banco comercial. Isso significou o fim dos dispositivos da Lei Complementar nº 12, uma peça fundamental da discricionariedade fiscal do regime autoritário. Significou ainda uma mudança fundamental nos registros contábeis do Estado: o serviço da dívida voltava a ser registrado no Balanço Geral da União e sua magnitude na constituição do déficit fiscal volta a ser conhecida.

A ideia de congelamento embutida no Plano era uma medida evidentemente não apreciada pelo mercado financeiro. Devido à aceleração da inflação, os títulos prefixados deixaram de ter interesse pelo mercado. As LTNs praticamente desapareceram: em 1985, elas compunham apenas 3% da dívida em circulação. As ORTNs constituíam então a base do esquema fiscal-financeiro. O congelamento de seu valor com a suspensão da correção monetária foi uma nova mudança forte nas regras do jogo.

A alta dos juros aconteceu já em abril e a possibilidade de prejuízos se concretizou. Segundo a dramatização de uma gente do mercado financeiro, “foi o maior prejuízo da história do open”<sup>43</sup>. A paralização momentânea da inflação e as modificações no mercado financeiro abriram uma conjuntura de forte indeterminação. Os atores não conseguiam estimar minimamente o retorno de suas aplicações. O ex-ministro Simonsen explica o problema: “Não há uma estrutura em termos de taxas de juro. Ninguém consegue projetar a inflação para os próximos seis meses e aí qualquer 1% a mais ou a menos significa uma grande mudança em termos de comportamento de taxas de juros reais”<sup>44</sup>. A estrutura do mundo que configura as finanças e o custo do dinheiro havia sofrido uma ruptura radical. Como ganhar dinheiro nesse

---

<sup>41</sup> Decreto nº 92.452 de 10 de março de 1986 e Decreto nº 94.442 de 12 de junho de 1987.

<sup>42</sup> A constituição desse arranjo institucional – que se inicia com a criação da Superintendência da Moeda e do Crédito – certamente mereceria uma investigação em si. Sinalizamos, porém, apenas algumas referências desse percurso sobre como os obstáculos foram abordados e onde a preocupação gradualista se expressa. Ver, por exemplo, o depoimento de Casimiro Ribeiro (1981) sobre a criação do orçamento monetário no fim da década de 1950, como exercício para visualizar as operações típicas de autoridade monetária espalhada por vários órgãos. Ver, ainda, a Exposição de Motivos e o parecer do relator José Maria Akimin do Projeto de Lei nº 15 de 1963 (reforma bancária e instituição do CMN) sobre a questão do Banco do Brasil e sua concorrência com o Banco Central.

<sup>43</sup> Declaração de Carlos Villar da corretora Duarte Rosa ao Jornal do Brasil (2/7/1986, p.20).

<sup>44</sup> Jornal do Brasil, 8/6/1986, p. 28.

novo mundo sem inflação e sem correção monetária? Os atores ainda não tinham chegado a novas formas estabilizadas para isso.

Nesse contexto, o evento mais relevante para a dinâmica fiscal-financeira é o lançamento de um novo título público em meados de maio: as Letras do Banco Central (LBCs)<sup>45</sup>. Seu primeiro leilão acontece no início de julho, no qual o BC oferecia a possibilidade de troca das OTNs por LBCs. É o primeiro novo título público criado desde as LTNs no início da década de 1970. Sua forma de remuneração introduzia um novo indexador à economia. Assim como a ORTN, LBC seria posfixada. Ao invés da correção pela inflação, a LBC teria, porém, seu rendimento definido pela taxa dos financiamentos apurados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia para títulos federais. Em outras palavras, sua remuneração seguiria exatamente as oscilações da rentabilidade no mercado de títulos públicos.

Os contemporâneos viam na criação da LBC um instrumento para atender aos seguintes objetivos. Primeiro, o BC não tinha interesse em que os prejuízos com OTN provocassem a quebra de instituições financeiras. Era preciso, então, introduzir rapidamente um novo título que fosse rentável, mas não indexado ao nível de preços. Segundo, as LBCs romperiam a relação entre juros no Selic-Overnight e expectativa inflacionária. Como explica Kuntz (1986, p.15): “Houve tempo em que a oscilação diária das taxas no ‘overnight’ indicava, com razoável precisão, o aumento geral de preços que o governo estava estimando para o mês. Isso não só ajudava a sustentar os juros como ainda alimentava a expectativa inflacionária no mercado”. Por meio da recompra, o BC ajustava a remuneração das instituições financeiras nas operações de um dia para o outro. O objetivo, como mencionado acima, era manter rentável e seguro o carregamento de títulos públicos. Mas, ao estabelecer taxas de juros que promovessem ganhos reais, o BC sinalizava automaticamente sua expectativa de inflação, o que impactava na expectativa de todos os agentes econômicos. Terceiro, as LBCs visavam igualmente reconstituir as aplicações de médio e longo prazo. Diante das incertezas com relação à trajetória da taxa de juros, o comprometimento de recursos no longo prazo era fortemente prejudicado. A taxa de reajuste da LBC constituiria uma taxa de referência que daria maior estabilidade ao quadro de remunerações da economia e possibilitaria o alongamento dos prazos. Em suma, as LBCs foram introduzidas visando reestabilizar o mundo financeiro no contexto de estabilização momentânea da inflação.

Essa formatação tem implicações consideráveis para as formas de ganhar dinheiro no mundo financeiro. Em negócios com LTNs, por exemplo, sua rentabilidade prefixada deveria cobrir a inflação prevista e o ganho da instituição financeira – um valor acima da taxa de captação overnight junto aos clientes. As LBCs têm sua rentabilidade baseada na taxa de juro

---

<sup>45</sup> Criada pela Resolução do CMN nº 1.124, de 15/5/1986.

para se tomar recursos emprestados com garantia em títulos públicos em um mercado entre instituições financeiras. Sua remuneração se refere, portanto, simplesmente ao custo de captação no sistema financeiro. Desse modo, o risco de perda de capital é nulo, mas os ganhos comparados com outros tipos de aplicação também são pequenos. O primeiro enfrentamento com o mercado se deu no primeiro leilão de LBCs em junho de 1986. Sob o argumento de que se precisaria de mais tempo para calcular as vantagens e prejuízos da troca de OTNs por LBCs, agentes do mercado aberto se reuniram com autoridades do BC e conseguiram o adiamento do leilão. Alguns observadores interpretaram esse evento como uma expressão de rejeição dos novos títulos<sup>46</sup>. O leilão só ocorreu algumas semanas depois. Diante dessa resistência, a equipe econômica estuda mudanças na tributação do mercado financeiro. No fim de agosto, o CMN aprova as mudanças cujo principal ponto é o aumento expressivo do imposto de renda sobre o rendimento de títulos privados de curto prazo. Com esse aumento, as LBCs se tornavam a aplicação mais rentável no prazo de até 60 dias. Criava-se uma demanda cativa para os novos títulos e, ao mesmo tempo, criavam-se também as condições de remunerações menos onerosas para o Tesouro sobre os novos títulos públicos. A demanda por LBCs deslancha no final de 1986. Ao fim do ano, 56% da dívida pública federal interna era constituída por esses títulos.

No segundo semestre de 1986, já eram perceptíveis os sinais de fracasso do Plano Cruzado em controlar a inflação. Depois disso, são menos numerosos os eventos marcam a institucionalidade da dívida pública até o fim da década de 1980. Seguindo uma resolução anterior de 1981 – que permite operações de recompra com títulos públicos junto a pessoas físicas –, a Resolução nº1199 de 10 de outubro de 1986 do CMN torna possível a aplicação por um dia de valores pequenos. Ainda que boa parte da população brasileira permanecesse sem acesso ao sistema bancário, essa medida significou a popularização das aplicações overnight<sup>47</sup>. As LBCs são rebatizadas de Letras financeiras do Tesouro (LFTs) em 1987. Uma vez que a emissão de dívida pública passava a ser prerrogativa exclusiva do Tesouro Nacional, o título mudou de emissor e de nome. Manteve, porém, as mesmas características.

O impacto da institucionalidade criada durante o Plano Cruzado é indispensável para entender os desenvolvimentos econômicos dos anos seguintes. É o auge da chamada ciranda financeira. Isto é, do arranjo no qual o rendimento de títulos federais alimenta o rendimento de aplicações de curtíssimo prazo. Essa prática retroalimenta a espiral inflacionária, pois o curto prazo do vencimento da dívida federal se torna um peso fiscal insuportável. Em 1989, o serviço da dívida – incluindo encargos e refinanciamento – soma 63% das despesas federais<sup>48</sup>. Essa prática reduziu sensivelmente o volume de títulos privados em circulação, canalizando a maior

---

<sup>46</sup> Ver Schwartz (1986, p.40).

<sup>47</sup> Resolução do CMN nº1.199 de 10 de outubro de 1986.

<sup>48</sup> Segundo dados da Secretaria do Tesouro Nacional.



parte dos recursos financeiros do país. No fim da década de 1980, metade dos haveres financeiros do Brasil estavam alocados em títulos federais<sup>49</sup>. O prazo da dívida em poder do público se tornou extremamente curto e chegou a 2 meses e 5 dias em outubro de 1988<sup>50</sup>. Esse quadro desestimulava o investimento produtivo e produzia distorções econômicas graves. Há um último aspecto levantado pela historiografia econômica que vale ser mencionado. Apesar de excepcionalmente disfuncional a várias áreas da economia, a ciranda financeira evitou a fuga de recursos domésticos para o dólar, diferenciando a experiência brasileira nesse período. Enquanto outros países latino-americanos – particularmente a Argentina – vivenciaram a dolarização de sua economia, o Brasil manteve o cálculo dos agentes econômicos na moeda (indexada) doméstica.

## **6 COMENTÁRIOS FINAIS: CONTRIBUIÇÃO AO ESTUDO DA TRAJETÓRIA DA FINANCEIRIZAÇÃO BRASILEIRA**

Nesta seção, retomamos resumidamente os acontecimentos e conjunturas trabalhadas ao longo do texto e exploramos brevemente algumas de seus legados para o contexto econômico atual. A inflação era o desafio que sintetizava a crise no processo de desenvolvimento vivida na década de 1960. Permeando vários grupos sociais e correntes de pensamento, o senso da necessidade de transformações institucionais tomou direção específica com o golpe de Estado de 1964. Os protagonistas da área econômica identificavam no desequilíbrio orçamentário a fonte primária dos problemas. A correção monetária das ORTNs foi explorada para despertar o interesse dos agentes privados e captar recursos que pudessem rapidamente acabar com o déficit enquanto uma solução permanente não se concretizasse com uma ampla reforma fiscal. A indexação aos preços não foi suficiente para criar um mercado de títulos públicos; foi necessária a redução de seus prazos por meio da emissão decorrida para atrair compradores. Uma vez estabelecido esse mercado, os atores estatais consideraram aproveitá-lo para política monetária e não mais apenas para a fiscal. Para tanto, são criadas as LTNs. A flexibilidade institucional para as operações de mercado aberto é dada pela Lei Complementar nº 12 que retira do orçamento fiscal as despesas com a dívida e delega sua gestão ao Banco Central. Cabe mencionar ainda a iniciativa de pressionar por menores taxas de juros bancárias por meio de depósitos compulsórios remunerados pelos títulos públicos. Em contraste com o panorama institucional anterior, esse cenário inaugura uma nova fase do endividamento público, onde efetivamente existe um mercado desses ativos que permite a

---

<sup>49</sup> Segundo dados do Banco Central. Haveres financeiros tomados como M4.

<sup>50</sup> Dados da Andima (1994, p. 159).

canalização sistemática de excedentes para o Estado de forma não tributária. Sua promessa era ensinar a formação de poupança, além da promoção do equilíbrio fiscal e monetário. Nesse contexto, desenha-se um novo arranjo que será colocado a prova ao longo da década de 1970.

A história do mercado de dívida pública entre 1964 e 1980 pode ser entendida como o itinerário de desafios colocados às institucionalidades fiscal e monetária por fatores promotores do curto-prazismo. A falta de um arranjo que estimulasse a poupança e que canalizasse recursos ao investimento público e privado era um impasse crucial, segundo os reformadores do governo autoritário. Até 1974, o plano parecia ter dado certo: um mercado financeiro foi impulsionado por meio de títulos indexados. Num contexto de inflação em queda, o expediente da correção monetária poderia ser pronto dispensado na captação de recursos a longo prazo. Eventos súbitos e não considerados no desenho dos dispositivos de defesa do mercado financeiro provocam então mudanças significativas no comportamento dos agentes. Essas mudanças começam a desfigurar o funcionamento do mercado de dívida pública e o colocam em outros trilhos institucionais<sup>51</sup>. Todo o novo arranjo financeiro-fiscal de 1964-67 foi montado para lidar com uma inflação cuja origem foi identificada no déficit público, com a expectativa de baixa inflação futura. A nova inflação tinha origem distinta. As ORTNs foram concebidas para fomentar um mercado de recursos de longo prazo, destinado a investimentos produtivos. Diante da aceleração súbita da inflação, a remuneração dos títulos públicos passou de financiador do investimento a financiador da proteção contra a corrosão monetária. A fiscalidade sofria os primeiros impactos com o peso crescente do serviço da dívida pelo encurtamento de seu prazo.

Recapitulando os efeitos da sequência de acontecimentos da década de 1980, nota-se inflexões importantes na trajetória da institucionalidade das finanças públicas. O ponto mais importante a salientar é a nova conjuntura de crise fiscal, cuja expressão mais imediata se dá no déficit produzido pelos encargos da dívida interna. As complicações provocadas pelo segundo choque do petróleo e pela alta dos juros internacionais resultam em um aumento significativo da dívida federal interna. Durante o período de erupção da crise da dívida, a equipe de Delfim Netto sujeita o tratamento dessa dívida ao ajuste externo e ao combate à inflação. A sucessão de alterações nas regras que regem o mercado de títulos públicos reduziu

---

<sup>51</sup> Pode-se estabelecer um paralelo entre as crises energéticas da década de 1970 e o efeito de eventos inesperados em controvérsias de longa duração, tema destacado pela literatura pragmatista. Tais crises eclodiram como uma Fukushima das relações fiscal-financeiras no país. No caso da usina atômica, um vazamento nuclear era considerado muito improvável em um país desenvolvido. O tsunami acontece subitamente, provoca o desastre e desencadeia novas perspectivas e mudanças no campo da segurança da energia nuclear. Além da revisão dos aparatos de segurança em regiões sujeitas a tsunamis (diques mais altos e dispositivos menos vulneráveis para o resfriamento de reatores), o desastre acelerou, por exemplo, o plano do governo alemão de abandono gradual da matriz atômica. Sobre o papel de eventos marcantes em trajetórias institucionais, ver Chateauraynaud (2011b).

seu rendimento e aumentou a incerteza para os agentes privados. Para manter o mercado de dívida pública em funcionamento, um novo patamar de garantias para o setor financeiro é estabelecido. As práticas curto-prazistas desse mercado – presentes desde seu início e acentuadas a partir do choque de 1973 – se aprofundaram ainda mais nesse momento. A remuneração desse setor passa pelo giro diário de títulos cujos prazos se reduzem gradualmente. A proporção de títulos públicos que alimenta esse circuito cresce ao longo da década de 1980. O encurtamento do prazo da dívida e a substituição da dívida externa pela interna tornam seus encargos excessivamente onerosos para o Estado. Da perspectiva da longa duração das finanças públicas brasileiras, esses elementos delineiam a última grande conjuntura crítica fiscal do século XX.

Nesse contexto, o Plano Cruzado emerge como a primeira tentativa sistemática de reorganização econômica. Em meio às medidas de desindexação de vários itens econômicos, o governo substitui o título anteriormente corrigido pela inflação passada, por um título ligado a um índice financeiro, a taxa Selic-Overnight. Apesar do fracasso do plano com relação à estabilização monetária, as Letras do Banco Central, posteriormente Letras Financeiras do Tesouro, perseveraram como nova base do endividamento federal. A implicação dessa mudança nos fundamentos dos títulos públicos é marcante. Antes o setor financeiro auferia ganhos com base no jogo entre inflação efetiva e rendimentos com base na inflação passada; agora os ganhos advêm do nível da taxa de juros.

Após o Plano Cruzado, as duas outras grandes intervenções na questão monetária – o Plano Collor e o Plano Real – abordaram os mecanismos da inflação por instrumentos distintos. Fracassando ou obtendo sucesso, esses planos não desmobilizaram (salvo por curto espaço de tempo) a base do arranjo fiscal-financeiro baseado em títulos de exíguo prazo remunerados segundo o patamar das taxas de juros.

Esse arranjo está na base da financeirização peculiar da economia brasileira. O núcleo do problema é resumido pelo economista Yoshiaki Nakano (2005, p. 11):

O Brasil é um país único no mundo, no qual o Banco Central determina diretamente a taxa de juros que remunera títulos da dívida pública (pós-fixada), portanto taxas de longo prazo, e utiliza esta mesma taxa como meta operacional (over-Selic) e opera no mercado de reservas bancárias. Isto é, a taxa de juros que remunera as sobras de caixa dos bancos nas operações de mercado aberto estabelece um piso e remunera títulos de longo prazo. Se o Banco Central “impõe” ao mercado de moeda de curtíssimo prazo a mesma taxa que remunera títulos da dívida pública, é óbvio que todos tenham total preferência por aplicações em juros pós-fixados e de curtíssimo prazo.

A adoção do regime de metas de inflação em 1999 converteu a taxa de juros do sistema Selic no principal instrumento de política monetária. Em outros termos, ela se tornou a meta operacional da autoridade monetária. O ajuste dessa taxa para se atingir a inflação desejada é

realizado por meio de operações de mercado aberto com títulos públicos. Dessa forma, essa taxa estabelece o custo do dinheiro a curto prazo para as instituições financeiras, o que impacta na disponibilidade de crédito para o sistema econômico como um todo.

Além de instrumento de política monetária, a taxa Selic impacta igualmente na política fiscal. Ao definir o rendimento das LFTs, ela determina o ganho básico do sistema financeiro. Para que se arrisque em operações de crédito ou em outras aplicações, se, com considerável segurança, se pode obter o retorno equivalente à Selic se aplicando em títulos públicos? Do outro lado do balcão está o Estado, que é obrigado a arcar com essa remuneração. Ao definir o rendimento das LFTs, a taxa Selic determina igualmente oscilações vultosas nos encargos da dívida. Esse aspecto coloca em conflito a política monetária e a fiscal. Em 1986, um observador econômico já alertava na imprensa para essa contradição quando do lançamento das LBCs:

duas dimensões diferentes da política econômica também se contrapõem: as taxas das LBCs sobem sempre que os aplicadores financeiros esperarem uma elevação da inflação, mas essas taxas deveriam refletir, ao mesmo tempo, as necessidades de financiamento do governo (pois são título de dívida pública). Contenção da inflação e gestão da dívida pública são objetivos que nem sempre convergem, embora estejam incrustados no mesmo índice, as LBCs (Schwartz, 1986, p. A38).

É verdade que a proporção das LFTs no endividamento federal caiu durante a década de 2000. De quase 50% em 2002, esse título responde por menos de 20% da dívida mobiliária federal interna em 2014. Essa mudança é fruto do projeto de melhoria do perfil da dívida da Secretaria do Tesouro Nacional. A partir de 2014, a proporção de LFTs na dívida total volta a aumentar. A crise econômica coloca novamente em operação os mecanismos contraditórios da dívida pública e da taxa de juros.

A sequência de eventos tratada nesse texto mostra como a formatação institucional do fim da década de 1960 se degenerou frente a uma série de obstáculos não previstos em sua concepção. A correção monetária, de expediente pontual e temporário para o saneamento do déficit público, se torna geral e duradoura com o primeiro choque do petróleo. Os ganhos e a correção dos títulos inventados para promover aplicações de longo prazo são retalhados em operações de curtíssimo prazo. Na tentativa de fomentar o mercado financeiro, o Estado acaba se tornando seu refém: a explosão da dívida com a altas dos juros internacionais a partir do fim da década de 1970 e sua subsequente transformação em dívida interna submeteu o Estado às exigências do setor financeiro por rentabilidade de curto prazo e pela neutralização do risco. Na tentativa de refundar os mecanismos econômicos durante o Plano Cruzado, os títulos públicos indexados aos juros colocam o país em um longo *lock-in* institucional – apesar de breves interrupções durante os Planos Collor e Real – da financeirização via dívida pública.

## REFERÊNCIAS

AMABLE, Bruno. Morals and politics in the ideology of neo-liberalism. *Socio-Economic Review*, v. 9, p. 3-30, 2010.

ANDIMA. *Séries históricas: dívida pública*. Rio de Janeiro: Andima, 1994.

ARAÚJO, Carlos Hamilton Vasconcelos. Mercado de títulos públicos e operações de mercado aberto no Brasil: aspectos históricos e operacionais. *Notas Técnicas do Banco Central do Brasil*, n. 12, jan/2002.

BARBOSA, Fernando de Holanda. *O sistema financeiro brasileiro*. Mimeo., 1995.

BARROS, Luiz Carlos Mendonça de. Moeda indexada: uma experiência brasileira. *Economia e Sociedade*, n.2, p.3-24, ago. 1993.

BARTHE, Y.; DE BLIC, D.; HEURTIN, J-P.; LAGNEAU, E.; LEMIEUX, C.; LINHARDT, D.; MOREAU DE BELLAING, C.; RÉMY, C.; TROM, D. Sociologie pragmatique : mode d'emploi. *Politix*, n. 103, p. 175-204, 2013.

BASTIAN, Eduardo F. O PAEG e o plano trienal: uma análise comparativa de suas políticas de estabilização de curto prazo. *Estudos Econômicos*, v. 43, n. 1, p. 139-166, 2013 .

BIASOTO, Geraldo. Dívida externa, déficit público e dívida interna: algumas observações sobre a ruptura do padrão de financiamento no setor público. *Indicadores Econômicos FEE*, v. 16, n. 3, p. 70-75, 1988.

BIELSCHOWSKY, Ricardo. *Pensamento econômico brasileiro: o ciclo ideológico do desenvolvimentismo*. Rio de Janeiro: Contraponto, 2004 (1988).

BIDERMAN, C.; COZAC, L. F.; REGO, J. M. *Conversas com economistas brasileiros*. São Paulo: Editora 34, 1996.

BOLTANSKI, L.; CLAVERIE, E.; OFFENSTADT, N.; VAN DAMME, S. (eds). *Affaires, scandales et grandes causes*. Paris: Stock, 2007.

BRANDÃO, Carlos. Dívida pública interna, seus problemas e soluções – partes I e II. *Conjuntura Econômica*, v. 43, n. 10 e 11, p. 47-56 e p. 49-54, 1989.

BRANDÃO, Carlos. em CYSNE, R. P. (org.). *Política monetária: uma transição do modelo atual para o modelo clássico*. Publicação interna da EPGE/FGV-RJ, número 262, 1995.

BRUNO, M.; DIAWARA, H.; ARAÚJO, E.; REIS, A. C.; RUBENS, M.. Finance-Led Growth Regime no Brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas. *Revista de Economia Política*, v.31, n.5, pp.730-750, 2011.

BRUNO, M.; PAULA, L. F. Financeirização, coalização de interesses e taxa de juros no Brasil. *Revista Principios*, n. 151, 2017.

CALABREZ, Felipe. Política macroeconômica e mercados financeiros: o jogo de credibilidade e a dívida pública no contexto da eleição do governo Lula (2002-2003). *Áskesis*, v. 4, n. 1, p. 175-190, 2015.

CAMPBELL, John Y.; SHILLER, Robert J. A scorecard for indexed government debt. *NBER Macroeconomics Annual*, v.11, p. 155-208, 1996.

CAMPBELL, John; SHILLER, Robert; VICEIRA, Luis. *Understanding inflation-indexed bond markets*. National Bureau of Economic Research, 2009.

CAPOCCIA, G.; KELEMEN, D. The study of critical junctures: theory, narrative, and counterfactuals in historical institutionalism. *World Politics*, n. 59, p. 341-369, 2007.

CARNEIRO, Dionísio. *Passivo do governo e déficit público: a experiência da economia brasileira no período de 1970/84*. Departamento de Economia – PUC-RJ, Textos para discussão nº125, 1986.

CARNEIRO, Ricardo. *Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX*. São Paulo: Unesp, 2002.

CHATEAURAYNAUD, Francis. *Argumenter dans un champ de forces. Essai de balistique sociologique*. Paris : Editions Pétra, 2011a.

CHATEAURAYNAUD, Francis. Sociologie argumentative et dynamique des controverses: l'exemple de l'argument climatique dans la relance de l'énergie nucléaire en Europe. *A contrario*, v.2, n. 16, p. 131-150, 2011b.

CHATEAURAYNAUD, F. ; COHEN, Y. *Histoires pragmatiques, Raisons pratiques*. Paris : Ed. EHESS, 2016.

COLLIER, D.; COLLIER, R. *Shaping the political arena: critical junctures, the labor movement, and regime dynamics in Latin America*. Princeton: Princeton University Press, 1991.

CORAZZA, Gentil. O Banco Central do Brasil: evolução histórica e institucional. *Perspectiva Econômica*, v. 2, n. 1, p. 1-23, 2006.

CRUZ, Paulo Davidoff. *Dívida externa, política econômica e padrões de financiamento: a experiência brasileira nos anos setenta*. 256 f. Tese – Instituto de Filosofia e Ciências Humanas, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1984.

DOMINGUES, Fabian Scholze; FONSECA, Pedro Dutra. Ignácio Rangel, a correção monetária e o PAEG: recontando a história. *Estudos Econômicos*, v. 47, n. 2, p. 429-458, 2017.

DOSSE, François. *A história em migalhas*. Campinas: Unicamp, 1994.

DOSSE, François. *Renascimento do acontecimento*. São Paulo: Editora Unesp, 2013.

EMERY, Robert F. Methods of increasing the rate of saving. *Review of Foreign Developments*, p. 1-9, 1963.

FERNANDES, Orlando A. Dívida mobiliária pública e financeirização da riqueza: uma análise das singularidades do endividamento mobiliário interno no Brasil. 2009. 243 f. Tese – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2009a.

FERNANDES, Orlando A. Os Mecanismos Institucionais da Gestão da Dívida Pública Mobiliária Durante o Regime Militar Brasileiro (1964-1984). *Revista de Economia Política e História Econômica*, n. 16, p. 31-55, 2009b.

FERNANDES, Orlando A.; TUROLLA, Frederico A. Uma revisão de quarenta anos da dívida mobiliária brasileira (1964-2004). *Pesquisa & Debate*, v. 17, n. 2, 2006, p. 215-236.

FRAGA, Arminio. *German reparations and Brazilian debt: a comparative study*. Essays in International Finance n° 163, Department of Economics, Princeton University, 1986.

GARCIA, Marie-France. La construction sociale d'un marché parfait: le marché au cadran de Fontaines-en-Sologne. *Actes de la recherche en sciences sociales*, v. 65, n. 1, p. 2-13, 1986.

GIAMBIAGI, F.; ALÉM, A. C. *Finanças públicas: teoria e prática no Brasil*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

HIRSCHMAN, Albert. The political economy of import-substituting industrialization in Latin America. *The Quarterly Journal of Economics*. v.82, n.1, pp.1-32, 1968.

IBGE. *Estatísticas do século XX*. Rio de Janeiro: IBGE, 2006.

KUNTZ, Rolf. Alta do juro pode ser sinal de nova fase. *Folha de São Paulo*, 4 jun. 1986, p.15.

LANZARINI, Carlos. Dívida Interna, Inflação, e Desinflação (1964-2004): o financiamento do Estado brasileiro sob a perspectiva da vulnerabilidade externa e da preferência pela liquidez do mercado de títulos públicos. In: Ministério da Fazenda/Secretaria do Tesouro Nacional (Org.). *Finanças Públicas: XIII Prêmio Tesouro Nacional*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2008, p. 99-146.

LEITE, M. G.; ARVATE, P. R. Uma visão institucional para a dívida pública no Brasil. *Revista de Economia Política*, v. 22, n. 4, p. 69-84, 2002.

LOPREATO, Francisco Luiz C. *Caminhos da política fiscal brasileira*. São Paulo: Editora Unesp, 2013.

LOPREATO, Francisco Luiz C. *Dívida pública: o limiar de mudanças?* Texto para discussão IPEA n° 2026, 2015.

LORENTE, Adilson. Impacto da inflação explica intervenções. *Jornal do Brasil*, 14 dez. 1980, 1° Caderno, p.46.

LOUREIRO, Maria Rita. *Os Economistas no governo*. Rio de Janeiro: Editora FGV, 1997.

MACARINI, José P. Crise e política econômica: o governo Figueiredo (1979-1984). *Texto para discussão IE/Unicamp n° 144*, 2008.

MACKENZIE, Donald. *An engine, not a camera: how financial models shape markets*. Cambridge MA: MIT Press, 2006.

MAGALHÃES, L.C.; COSTA, C. R. Arranjos institucionais, custo da dívida pública e equilíbrio fiscal: a despesa “ausente” e os limites do ajuste estrutural. Texto para discussão IPEA nº 2403, 2018.

MEISSNER, Teodoro. “Open”, o mercado selvagem. *Folha de São Paulo*, 20 mai. 1979, p. 45.

MINELLA, A. A indexação dos contratos financeiros em contexto de alta inflação: o caso brasileiro (1964-1990). 1995. 261 f. Dissertação – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1995.

NAKANO, Yoshiaki. O regime monetário, a dívida pública e a alta taxa de juros. *Conjuntura Econômica*, v. 59, n. 11, p. 10-12, 2005.

OCAMPO, Jose Antonio. The Latin American debt crisis in historical perspective. In: Stiglitz, J.; Heymann, D. *Life After Debt: The Origins and Resolutions of Debt Crisis*, Nova Iorque: Palgrave Macmillan, 2014. p. 87-115, 2014.

PAGE, S. A. B.; TROLLOPE, S. An international survey of indexing and its effects. *National Institute Economic Review*, n.70, p. 46-60, 1974.

PAULA, Luiz Fernando de. *Comportamento dos bancos em alta inflação: teoria e experiência brasileira recente*. 1997. 203 f. Tese – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1997.

PEDRAS, Guilherme B. V. História da dívida pública no Brasil: de 1964 até os dias atuais. In: SILVA, A.; CARVALHO, L.; MEDEIROS, O. (Eds.). *Dívida Pública: a experiência brasileira*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2009, p. 57-80.

PRESSER, Mário Ferreira. Ecletismos em dissenso. *Estudos Avançados*, v. 15, n. 41, p. 49-66, 2001.

RIBEIRO, Casimiro Antônio. *Casimiro Ribeiro I (depoimento, 1975/1979)*. Rio de Janeiro: CPDOC, 1981.

SAFATLE, Claudia. A mãe de todas as crises. *Valor*, 10 ago. 2012, Eu & Fim de Semana, p.4-11.

SCHWARTZ, Gilson. Déficit x dívidas, cruzado na armadilha. *Folha de São Paulo*, 15 jun 1986, p.40.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. *Dívida pública federal: plano anual de financiamento*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2008.

SENNA, José Júlio. *Política monetária: ideias, experiências e evolução*. Rio de Janeiro: FGV, 2010.



SUTER Andreas. Histoire sociale et événements historiques: pour une nouvelle approche. *Annales. Histoire, Sciences Sociales*, n. 52, p. 543-567, 1997.

SUTER, A.; HETTLING, M. (Orgs.). *Struktur und Ereignis*. Göttingen: Vandenhoeck & Ruprecht, 2001.

STUDART, Rogerio. *Investment finance in economic development*. London: Routledge, 1995.

TAVARES, Maria da Conceição. *Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro*. Rio de Janeiro: Zahar, 1973.

UNCTAD. *The future energy matrix and renewable energy: implications for energy and food security*. Gênova: UNCTAD, 2010.

WANDERLEY, Carlos Alberto. Inflação (para o FMI) pode ser de 220%. *Jornal do Brasil*, 3 mar. 1985, 1º Caderno, p.33.

ZILLOTTO, Guilherme Antonio. *Dois séculos de dívida pública: a história do endividamento público brasileiro e seus efeitos sobre o crescimento econômico (1822-2004)*. São Paulo: Unesp, 2011.