

**40º Encontro Anual da ANPOCS**

**ST31 – Sociedade e vida econômica**

**Da Revolução Financeira à Crise da Dívida: as origens do regime fiscal  
financeirizado**

Rodrigo Cantu  
UNILA – email: [rodrigocantu1@yahoo.com.br](mailto:rodrigocantu1@yahoo.com.br)

## 1 INTRODUÇÃO

A importante transformação nas finanças públicas brasileiras que abordaremos nesse texto é a maior dimensão da dívida pública nos gastos e na contabilidade do Estado. 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 processo se encontram na conjuntura crítica que abrange o período entre o primeiro choque do

---

<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.

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 problematizar essa sequência de eventos na longa duração da formação estatal brasileira e

---

<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: Calabrez (2015, p.177-180), Lopreato (2013, p.90-110), Leite e Arvate (2002), Fernandes (2009a e 2009b), Lanzarini (2008), Paula (1997).

complementar a narrativa com comentários baseados em estatísticas econômicas disponíveis atualmente.

O trabalho aborda essa questão em mais seis seções, além dessa introdução. A seção 2 detalha a problemática explorada, que insere esse contexto na longa duração do Estado fiscal brasileiro, e descreve a implantação do mercado de dívida pública. As seções 3 até 4 examinam a série de acontecimentos relevantes nessa transformação. A seção 5 discute brevemente alguns aspectos do cenário resultante desse processo e a última seção avança alguns comentários finais.

## **2 DA REVOLUÇÃO FINANCEIRA AO CHOQUE DO PETRÓLEO**

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 (Stuart, 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.

### **2.1 REFORMAS FISCAIS-FINANCEIRAS BRASILEIRAS NA LONGA DURAÇÃO**

O país se encontrava então em um momento de provação de seus arranjos institucionais, situação que se expressa na crise multidimensional que se intensifica durante o governo Goulart. Como se sabe, o desfecho dessa conjuntura crítica nessas esferas tomou corpo em uma série de reformas de grande envergadura após o golpe de Estado de 1964. Para nossos propósitos, as dimensões de interesse são a fiscal e a financeira. Cada uma dessas esferas passou por transformações próprias, mas as transformações institucionais que ligam essas duas áreas são cruciais para entender a estrutura orçamentária atual. Essas

transformações podem ser resumidas no que o historiador das finanças Richard Sylla chama de revolução financeira.

Sylla (2002; Rousseau e Sylla, 2006) defende que os países que lograram se industrializar até o final do século XIX passaram em algum momento por tal revolução. Ela consiste em cinco pontos: finanças públicas equilibradas, estabilidade monetária, consolidação do sistema bancário, criação de um banco central e regulamentação de um mercado de títulos financeiros. Os casos clássicos são Países Baixos, Reino Unido, Estados Unidos e Japão, cujas revoluções se passaram, respectivamente na virada do século XVI para o XVII, início do século XVIII, final do século XVIII e final do século XIX. Embora esses pontos recordem certas exaltações das virtudes de combinações econômicas liberais, a literatura das revoluções financeiras se ocupa na realidade da evidência histórica do financiamento bélico. A mudança nas finanças seria fruto de uma remodelagem conduzida de cima a baixo pelo Estado afim de organizar o escoamento da poupança nacional para o custeio da guerra. Cabe destacar que tal arranjo não precisa se basear exclusivamente em princípios mercantis de coordenação, como ilustra o caso japonês e seu sistema de conglomerados industriais financeiros.

Várias das reformas fiscais e financeiras no âmbito do Plano de Ação Econômica de Governo (PAEG) visavam alterar a institucionalidade vigente exatamente nos cinco pontos apontados por Sylla<sup>4</sup>. A intenção de equilibrar as finanças públicas se expressou principalmente na reforma tributária, que modernizaria e aumentaria a arrecadação<sup>5</sup>. Paralelamente, um novo título de dívida pública as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTNs), foi criado principalmente com o objetivo de financiar de maneira não inflacionária os déficits públicos<sup>6</sup>. Essas duas medidas eram importantes pilares da busca pela estabilidade monetária, juntamente com a criação do Conselho Monetário Nacional (CMN). A consolidação do sistema bancário passou pela criação do Sistema Financeiro de Habitação (SFH) e da reforma bancária inspirada no modelo da lei estadunidense Glass-Steagall, que separava as instituições bancárias segundo atividades e fontes de captação específicas. O Banco Central foi criado em lei em 1964 e começou a funcionar em 1965<sup>7</sup>. A Reforma do Sistema Financeiro e do Mercado de Capitais de 1965 modernizou e consolidou a regulação

---

<sup>4</sup> Cabe registrar que várias das iniciativas do PAEG podiam ser encontradas já no Plano Trienal do governo João Goulart. Os problemas enfrentados por esse governo impediram a implementação de reformas de maior escopo. A principal diferença entre os planos está na opção por uma política salarial regressiva no PAEG e da boa vontade estadunidense para auxiliar no ajuste externo (Bastian, 2013).

<sup>5</sup> Instituída pela Emenda Constitucional nº18 de 1/12/1965, posteriormente incorporada na Constituição de 1967.

<sup>6</sup> Criada pela Lei nº 4357, de 16/07/1964.

<sup>7</sup> A criação do SFH se deu pela Lei nº 4380 de 21/08/1964 e reforma bancária, que incluía a criação do Banco Central, foi realizada pela Lei nº 4595 de 31/12/1964. A Lei 4595 incluía ainda a criação do CMN.

do mercado de títulos<sup>8</sup>. Ao final da década de 1960, o Brasil possuía um novo panorama institucional, que corresponde muito fielmente à literatura das Revoluções Financeiras. A principal diferença estava talvez no fim almejado por tal remodelagem: ao invés da guerra, a revolução financeira brasileira tinha como meta a transformação estrutural da economia. Tal tarefa de larga escala colocaria à prova o novo arranjo e colocaria o país numa subsequente trajetória particular com relação a suas finanças públicas do país.

A referência à literatura das Revoluções Financeiras tem o propósito de destacar a importância do que aconteceu nas finanças públicas brasileiras na segunda metade da década de 1960. Ela sinaliza um ponto de virada na trajetória de longo prazo da constituição fiscal e financeira do Estado, ou seja, *a relação do Estado com as finanças*. A criação de incentivos à poupança, de canais para sua circulação e, particularmente, de instrumentos de sua captação pelo poder público constituem igualmente um aspecto central do estudo das estruturas de longa duração e das mudanças do Estado.

Como mencionado, os cinco pontos da Revolução Financeira admitem soluções institucionais distintas. Para entender suas feições e especificidades no caso brasileiro, passamos ao exame da dinâmica micro e meso-histórica de sua implantação. Quais problemas caracterizavam a ruptura do mundo econômico, político e social da época? Como essa ruptura era interpretada pelos atores relevantes? No contexto do golpe de Estado, como os atores que assumiram o poder avaliavam os problemas fiscais e como eles conceberam os instrumentos para atacá-los? Quais eram os horizontes desses instrumentos e o que inspirava seu emprego?

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>9</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 partir da segunda metade da década de 1950, ela se acelera e atinge 80% em 1963<sup>10</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 óbvio, os que as

---

<sup>8</sup> Lei nº 4728 de 14/07/1965.

<sup>9</sup> Segundo dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, Sistema de Contas Nacionais.

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

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.

## 2.2 A IMPLANTAÇÃO DO MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA

Diante das posições sobre a inflação no período que ficaram conhecidas como estruturalista e monetarista, o governo autoritário se inclinou rapidamente à segunda interpretação do fenômeno. 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 econômica 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>11</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>12</sup>. E a remuneração anual de 6% se basearia no valor ajustado ao fim de 12 meses estabelecidos na aquisição. As ORTNs são conhecidas na

---

<sup>11</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>12</sup> Jornal do Brasil, 22/12/1964, p.5.

historiografia econômica brasileira como o instrumento que introduziu a correção monetária e que permitiu contornar a Lei da Usura. 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 engenhosa aposta. 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>13</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>14</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>15</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>16</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, 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

---

<sup>13</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>14</sup> Novamente, segundo o Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna (IGP-DI), da Fundação Getúlio Vargas.

<sup>15</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>16</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).



e as evidências acerca dos benefícios no longo prazo são inconclusivas” (Emery, 1963, p.5-6)<sup>17</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 frescor e 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 timão estatal 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>18</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>19</sup>.

Saindo do campo da concepção desse novo instrumento de política econômica, vários aspectos de sua implantação 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

---

<sup>17</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>18</sup> Folha de São Paulo, 25/5/1964, p.6.

<sup>19</sup> Entrevista no livro de Biderman, Cozac e Rego (1996, p.50).

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. Como mostram os dados da Tabela 1, 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>20</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, como é possível observar na Tabela 1. Criada como instrumento de captação de aplicações de longo prazo, 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

---

<sup>20</sup> As informações desse parágrafo estão detalhadas em um artigo de um antigo chefe do Gedip e presidente do Banco Central, Calos Brandão (1989).

Tabela 1 – Dívida interna federal em títulos - em NCz\$ mil

Ano	Colocação líquida (A)	Déficit do Tesouro Nacional (B)	(A / B) %
1964	40	728	5%
1965	334	593	56%
1966	629	587	107%
1967	448	1225	37%
1968	93	1227	8%
1969	797	756	105%
1970	2282	738	309%
1971	2987	672	444%
1972	6886	516	1334%

Fonte: Brandão (1989, p.48).

Banco Central poderia ser realizado em ORTNs<sup>21</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>22</sup>.

O evento marcante seguinte é a criação de um novo título público no início de 1970, as 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

<sup>21</sup> Recapitularemos abaixo o papel dos depósitos compulsórios no sistema financeiro.

<sup>22</sup> Correio da Manhã, 3/1/1968, p.11.

política monetária disponíveis”<sup>23</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 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.

A exposição de motivos do projeto de lei complementar fornece alguns indícios sobre como era pensada a questão. O texto parte da premissa do sucesso da formação de um mercado de títulos públicos e aponta que os recursos captados com a colocação de ORTNs atestam “o soerguimento e a consolidação do prestígio dos títulos governamentais e do próprio Governo junto ao público”. Apesar desse êxito, o texto sugere um problema com relação à gestão da dívida e o orçamento:

Pelas Constituições de 1946 e 1967, as dotações destinadas aos respectivos serviços de juros, amortização e resgate relacionadas com a dívida mobiliária deviam ser obrigatoriamente incluídas no orçamento anual, assim como as receitas oriundas da colocação de títulos públicos, como operações de crédito.

A inclusão dos referidos valores, principalmente os decorrentes do giro da dívida, continuaria provocando distorções na apresentação geral do Orçamento, uma vez que as operações de crédito daí resultantes configurariam déficits que, na realidade, não existiam<sup>24</sup>.

---

<sup>23</sup> Projeto de Decreto Legislativo nº 111 de 1970, Diário do Congresso Nacional, 18/4/1970, p.605.

<sup>24</sup> As citações desse parágrafo são retiradas do Diário do Congresso Nacional, 1/10/1971, p.1597.

O que essa argumentação insinua é a concepção de que as despesas de custeio e investimento possuem uma natureza distinta das despesas com dívida pública. O déficit típico seria então o déficit com as primeiras despesas. Os déficits com dívida, que “não existiam”, são de outro gênero. Essa linha de raciocínio está baseada, por um lado, nas expectativas de equilíbrio orçamentário nas primeiras rubricas. Por outro lado, ela se baseia na ideia de expansão planejada do endividamento público, para que a política monetária via operações de mercado aberto com títulos se tornasse possível.

As operações de mercado aberto necessitam de ativos com muita liquidez, isto é, que possam ser transacionados a qualquer momento. Seu intuito é normalmente realizar ajustes monetários momentâneos na economia, para evitar grandes oscilações circunstanciais. Por sua confiabilidade ou por características deliberadamente construídas, os títulos públicos (ou um tipo específico de título público) costumam servir a esse propósito.

As operações de mercado aberto são ainda um mecanismo adicional pelo qual os bancos se ajustam no curto prazo aos níveis de encaixe compulsório. Para fazer os ajustes de suas reservas, os bancos adquirem ativos, em caso de excesso de reservas (não se pode esquecer que ativos remuneram, portanto manter reservas paradas seria perder dinheiro); ou vendem ativos, caso lhe falte reservas. Tal nivelamento exige igualmente ativos com muita liquidez. O nivelamento de reservas tem prazos e as instituições bancárias não podem esperar indefinidamente por compradores e vendedores de ativos.

Esse conjunto de iniciativas reconfigurou completamente a relação entre Estado e setor financeiro no Brasil. Resumidamente, o cenário que se apresenta no início da década de 1970 é o seguinte. 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 canalização sistemática de excedentes para o Estado de forma não tributária. Sua promessa era ensejar 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.

### **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>25</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>26</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.

#### **3.1 A DÍVIDA PÚBLICA E A CARTA DE RECOMPRA**

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

---

<sup>25</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>26</sup> Assumindo como primeira conjuntura crítica a Grande Depressão da década de 1930.

fala seguiu a Exposição de motivos dos Ministros do Planejamento e da Fazenda sobre o combate à inflação, aprovada dois dias antes<sup>27</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.

Mácio Nogueira, 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. [...]

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

---

<sup>27</sup> Diário Oficial da União, 25/4/1974, p.4784.

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 perdía 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>28</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>29</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 dessa constatação, os primeiros defendiam de maneira qualificada as virtudes da carta de recompra. Os segundos a consideravam uma ameaça ao bom funcionamento do mercado e a eficácia da política monetária. No evento de abril de 1974 na ADECIF, o ministro Simonsen expôs sua visão sobre o assunto:

[A] carta de recompra surgiu como a solução tecnicamente mais adequada para o problema certo, do qual as autoridades realmente não haviam encontrado uma formulação. O problema certo é de

---

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

<sup>29</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 quotidianos cariocas, bem como pronunciamentos e documentos da Bolsa de Valores do Rio.



que, evidentemente, em nenhuma parte do mundo o mercado de crédito se desenvolve a longo prazo se não houver uma razoável liquidez para seus títulos. [...] Nós não deveríamos desejar no mercado que letras de câmbio e certificados de depósito tivessem liquidez absolutamente imediata, destituída de qualquer risco em matéria de data de recompra e de preço de recompra. O que de fato estaríamos instituindo era o depósito à vista remunerado<sup>30</sup>.

Alguns anos depois, em um almoço no Hotel Glória com uma centena de banqueiros, o ministro Simonsen especifica melhor o problema:

As cartas de recompra a preço fixo, quando realizadas entre instituições financeiras, representam um instrumento útil de troca de reservas e, como tal, não há inconveniente de que sejam lastreadas por qualquer título. Quando realizadas com o público, as cartas de recompra a preço fixo implicam na criação de quase-moeda ou, o que é o mesmo, aumentam a velocidade de circulação dos meios de pagamento, na definição convencional de M1<sup>31</sup>.

Em uma publicação no *Jornal do Brasil* no início de 1976, a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro defendia a tese de que “o mercado quando negocia mediante compra e venda final ou compromissos de recompra não está criando os recursos de que se alimenta, mas simplesmente transferindo papéis e liquidez de uns para outros dos diversos componentes do sistema econômico”<sup>32</sup>. Em resumo, se confrontavam, de um lado, o argumento de que a recompra era simplesmente um instrumento de intermediação neutro e, de outro lado, o argumento de que sua disseminação acelerava a velocidade de circulação da moeda, prejudicando o exercício da política monetária e produzindo pressões inflacionárias.

### 3.2 A DÍVIDA PÚBLICA E AS REAÇÕES DO GOVERNO

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 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

---

<sup>30</sup> *Jornal do Brasil*, 26/4/1974, p.21.

<sup>31</sup> *Jornal do Brasil*, 10/4/1979, p.19.

<sup>32</sup> *Jornal do Brasil*, 22/2/1976, p.32.

contribuições à previdência social<sup>33</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 inflacionário”<sup>34</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>35</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 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

---

<sup>33</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>34</sup> Folha de São Paulo, 16/9/1975, p.19.

<sup>35</sup> Folha de São Paulo, 8/2/1976, p.39.

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>36</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>37</sup>. Um dos principais ensinamentos da sociologia dos mercados é que os mercados são uma tarefa<sup>38</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.

Essa sequência estabeleceu ondas de migrações entre títulos<sup>39</sup>. O vai e vem de aplicações entre LTNs e ORTNs, buscando maior rentabilidade segundo as circunstâncias do

---

<sup>36</sup> Haveres financeiros fora do Banco Central. Segundo dados do Banco Central e do IBGE.

<sup>37</sup> Dados da Andima.

<sup>38</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.

<sup>39</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>39</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.

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.

### 3.3 O CHOQUE 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 accidentalidade 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 accidentalidade, nós concordamos que parte deles seja caracterizada assim e possa ser retirada dos índices de inflação”<sup>40</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>41</sup>. Segundo os técnicos da FGV que trabalham no cálculo do

---

<sup>40</sup> Folha de São Paulo, 6/10/1979, p.15.

<sup>41</sup> Jornal do Brasil, 6/10/1979, p.1.

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.

A história do mercado de dívida pública entre 1964 e 1980 pode ser entendida como o itinerário de desafios colocados à revolução financeira no Brasil 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. Em nossa revolução financeira, eventos súbitos e não considerados no desenho dos dispositivos de defesa do mercado financeiro provocam 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>42</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.

#### **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

---

<sup>42</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).

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>43</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>44</sup>. Inserido na longa duração da América Latina, o transcurso das negociações 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.

Para examinar os acontecimentos do contexto da crise da dívida, partimos das conclusões de Bontempo (1988) e Biasoto (1988) sobre o papel da dívida pública interna no financiamento dos encargos da dívida externa. O acordo com o FMI dá alento provisório aos fluxos de pagamentos até que os superávits comerciais a partir de 1983 promovam a entrada de mais divisas. Conforme as divisas das exportações dos agentes privados e empresas estatais entram, o Banco Central – como autoridade que centraliza as operações entre moeda doméstica

---

<sup>43</sup> Sobre as causas e fases do endividamento externo brasileiro na década de 1970, ver Cruz (1984).

<sup>44</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.

e estrangeira – precisa repassar os recursos a esses agentes em ativos domésticos. Acontece então algo semelhante ao processo de esterilização da primeira metade da década de 1970: para não lançar mais moeda na economia, o BC cobre a transferência das divisas com dívida interna. No entanto, há uma diferença essencial entre as duas conjunturas. “Nos anos 70, a expansão da dívida externa provocou o aumento da dívida interna (de forma compensatória ao impacto do aumento das reservas) e, nos anos 80, especialmente a partir de 1984, a remuneração da dívida externa provoca aumento da dívida interna” (Bontempo, 1988, p.115). Nesse movimento, a dívida cresce junto com a dívida externa e os esforços para cobrir seus encargos<sup>45</sup>.

#### 4.1 O DESEQUILÍBRIO EXTERNO E AS REGRAS DO MERCADO FINANCEIRO INTERNO

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

---

<sup>45</sup> A dívida externa perde sua importância no início da década de 1990, no contexto do Plano Brady. A partir daí, a dívida interna passa a ser predominante.

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>46</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>47</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:

---

<sup>46</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>47</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.



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

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>48</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

---

<sup>48</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).

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 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 má desvalorização 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>49</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”.

---

<sup>49</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).

## 4.2 O SURGIMENTO DO SISTEMA ESPECIAL DE LIQUIDAÇÃO E DE CUSTÓDIA

A implantação do sistema eletrônico de liquidação é um marco importante da história da dívida pública. O Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) foi a forma que assumiu no Brasil o que os meios financeiros chamam atualmente de sistema de liquidação bruta em tempo real. Ele foi implantado em 1979 como desdobramento de um processo de quase uma década. Em 1971, o Banco Central abre uma caixa de custódia de títulos públicos para os bancos. Destinada especialmente à custódia de LTNs, a caixa foi criada para evitar falsificações e abusos com transações a descoberto. Com o progresso do mercado de títulos, o Banco Central fecha uma parceria com a Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto (Andima) para estabelecer o Sistema Gedip de custódia. Esse sistema avançou em vários pontos com relação àquele implantado em 1971. Ao invés do lastro em papéis emitidos, o novo sistema operava por registro escritural das transações, isto é, dispensava os títulos em papel e se baseava apenas em lançamentos contábeis (Araújo, 2002, p. 12-13).

Em cima desse aparato precedente, a Circular nº 466 do Banco Central cria o Selic em 11 de outubro de 1979. Esse sistema funde a custódia de títulos com o fundo de reservas bancárias compulsórias do sistema bancário. Foi um marco no percurso da separação entre Banco Central e Banco do Brasil, pois, antes do Selic, os depósitos compulsórios ficavam na segunda instituição. Ele também eliminava a utilização de cheques administrativos na liquidação de operações com títulos públicos dentro desse sistema. Ao invés de liquidar as posições no fim do expediente por meio desses cheques, o Sistema Gedip registrava as transações eletronicamente em tempo real. Os argumentos para a criação do sistema apresentados pelo diretor da área bancária do Banco Central, Carlos Langoni, eram a redução de custos burocráticos, maior segurança nas transações e maior controle do BC sobre os títulos públicos<sup>50</sup>. Em pronunciamentos à imprensa, os atores do mercado financeiro expressavam satisfação com a implantação do novo sistema<sup>51</sup>.

Nesse ponto, é necessário sublinhar novamente a engenhosidade de nossos operadores e inovadores institucionais. Se nos guiarmos pela amostra do estudo do Bank for International Settlements (1997), o Brasil foi um dos pioneiros na implantação de tal sistema. O único caso consolidado que servia de inspiração era os EUA, onde uma rede semelhante entre as sedes do Federal Reserve registrava as operações interbancárias. A diferença entre o sistema brasileiro

---

<sup>50</sup> Jornal do Brasil, 20/9/1979, p.23.

<sup>51</sup> O presidente da Andima, Cesar Manuel de Souza afirma que “as medidas para disciplinar o mercado aberto são construtivas, porque a instituição do sistema de liquidação e custódia para as LTNs vai ampliar as garantias dos negócios no mercado aberto” (Jornal do Brasil, 21/9/1979, p.23). Ou ainda, Francisco Sanchez, diretor do Bradesco, que elogia o Selic “como o primeiro passo para a regulamentação do mercado aberto aos moldes em que sempre pregamos” (Jornal do Brasil, 23/10/1979, p.25).

e o estadunidense era a separação rígida entre títulos e reservas nesse último país. Nos EUA, os títulos servem apenas como garantia às transações com reservas para se alcançar os níveis exigidos de encaixe. No sistema brasileiro, títulos e reservas circulavam pela mesma conta e, nessa esfera, se equivaliam.

Como se chegou a tal arranjo que mistura moeda e títulos? Ele pode ter sido parcialmente influenciado pela tradição inaugurada pela Resolução nº 79 do CMN de 1967, que, no intuito de fomentar a venda de títulos públicos, autorizou compulsórios parcialmente realizados em ORTNs. Outra evidência sobre o surgimento desse modelo pode ser encontrada num depoimento do ex-presidente do Banco Central, Carlos Brandão:

Os que elaboraram a programação de computador para essas liquidações não conseguiram elaborar um software colocando uma parte em recursos a compensar e a outra em reservas bancárias. Isso convenceu o sistema financeiro e a Diretoria do Banco Central a colocar toda a citada liquidação em reservas bancárias (Brandão, 1995, p. 16).

Se essa descrição de Brandão estiver correta, pode-se desenhar a hipótese de que a particularidade do sistema Selic na década de 1980 se deve à convergência dos embaraços de uma novíssima tecnologia pouco explorada e da tradição dos compulsórios em títulos. A limitação técnica dos programadores em estabelecer duas contas distintas (de reservas e de compensação por transação com títulos) se junta à aparente indiferença do BC e dos agentes privados do sistema financeiro com relação à indistinção, resultando num acontecimento possivelmente fortuito que marcaria décadas de política econômica.

Muito comentado na historiografia financeira brasileira, a equivalência entre títulos e reservas no Selic fundamenta um mecanismo denominado *zeragem automática*. É importante entendê-lo, pois ele define as regras tanto de política monetária quanto de regulação da remuneração dos títulos públicos por vários anos até 1996. Na literatura econômica que traça a história dos procedimentos do Banco Central, é possível distinguir pelo menos dois sentidos complementares da zeragem automática. O primeiro é exposto, por exemplo, por Barbosa (1995) e Tito Silva (1996), como um enrijecimento das possibilidades da política monetária. Títulos remuneram, reservas não: se os dois se equivalem no Selic, as instituições bancárias depositárias não se importam com o preço das reservas – ou seja, com a taxa de juros. Uma vez que elas podem converter imediatamente títulos em moeda, elas podem manter o máximo possível de títulos (que remuneram) em seu ativo e o mínimo de reservas. Assim, elas podem atender a suas atividades bancárias cotidianas e, ao mesmo tempo, desconsiderar os problemas da falta ou do excesso de reservas para o compulsório. Teoricamente, se a taxa de juros no mercado interbancário de reservas não importa, ela se elevará ao infinito em caso de escassez no sistema (as instituições deficitárias seriam obrigadas a pagar qualquer preço para

cumprir o compulsório não ajustável em títulos) e a zero em caso de excesso (nenhuma instituição quer reservas). Diante desse caos desenhado pela teoria, o Banco Central só pode operar pela fixação da taxa de juros nesse mercado, manobrando faltas e excessos. No jargão financeiro: zerando o mercado. A autoridade monetária é obrigada a realizar essa zeragem automaticamente todos os dias a fim de manter certa estabilidade dos juros. Na explanação de Barbosa (1995, p. 5):

O procedimento operacional que o banco central usa [é] a fixação da taxa de juros no mercado de reservas bancárias (a taxa de juros SELIC/overnight), que é a taxa de juros básica do sistema financeiro. Todavia, neste mecanismo dificilmente o volume de reservas existente na economia será igual à quantidade demandada: ou existe excesso, ou, então, escassez de reservas. No primeiro caso, o Banco Central fornece lastro, absorvendo as reservas excedentes, com a venda de títulos no mercado, através do instrumento da carta de recompra. No segundo caso, o Banco Central, então, através da carta de recompra fornece as reservas necessárias comprando títulos.

O interesse internacional na taxa de juros de curto prazo do mercado de reservas como instrumento de política monetária despertou no fim da década de 1980, no âmbito de discussões sobre a pertinência da independência de bancos centrais e da implantação de regimes monetários que fixariam uma meta para a inflação. Segundo a descrição de Barbosa, as autoridades monetárias brasileiras foram obrigadas a trabalhar com esse instrumento precocemente, pois a ideia de controle da base monetária foge ao controle no desenho institucional do Selic.

O segundo sentido da zeragem automática é levantado por Pastore (1995, p.33): “o mecanismo de ‘zeragem automática’ consiste na regra operacional do Banco Central de garantir a recompra por um dia, durante n dias, de quaisquer títulos no mercado secundário, com preços determinados sobre a sua curva de *yield*”. Em outras palavras, o BC renovaria periodicamente os títulos nas carteiras dos bancos para que eles não sofram eventuais perdas com seu carregamento (devido à inflação, por exemplo, no caso de LTNs). Nessa perspectiva, o mecanismo garante a remuneração dos títulos públicos e, logo, sua aceitabilidade no mercado.

As duas perspectivas são complementares e iluminam aspectos distintos das renomadas operações *overnight*. O banco capta recursos de curto prazo entre empresas e pessoas físicas para aplicações nos títulos públicos. A diferença entre o que o banco pagará aos aplicadores e o rendimento dos títulos consiste no lucro do banco. A remuneração combinada com os aplicadores é a taxa *overnight* do mercado. A remuneração dos títulos públicos é o *yield* do qual fala Pastore<sup>52</sup>. O lucro do banco é a diferença entre os valores. Há duas condições para

---

<sup>52</sup> Esse rendimento pode se dar de várias formas. A título de exemplo, a mais simples seria a remuneração de uma LTN de um mês: o título é vendido ao mercado a um preço inferior a seu valor de resgate. A

que esse procedimento resulte em lucro para o banco. Primeiro, o BC deve zerar a quantia de títulos diariamente, para que seu preço não caia no mercado secundário. Se há dinheiro sobrando no banco, o BC fornecerá mais títulos para que ele não fique com recursos ociosos. Se o banco não consegue dinheiro suficiente para financiar sua carteira de títulos, ou seja, se ele possui títulos em excesso, o BC os recompra. Segundo, para que a remuneração real dos títulos não caia, o BC deve efetuar recompras e colocações de novos títulos (com rendimento superior), caso sua remuneração ficar abaixo da inflação.

Por que o Banco Central opera como cúmplice do ganho dos bancos? Duas razões principais, que, embora clássicas internacionalmente, talvez seja mais agudas no Brasil. Primeiro, O BC opera dessa forma para não desestabilizar o sistema financeiro. Quando o setor financeiro privado já havia se tornado robusto suficiente no início da década de 1970, o fenômeno do *too big to fail* se tornou uma ameaça concreta para a economia do país. A primeira explicitação dessa submissão do Estado se deu em 1974, no caso Halles. Nesse ano, o recém empossado ministro Simonsen resolve lançar mão dos instrumentos de política econômica para evitar a fuga de capitais do país, enxugando a liquidez do setor financeiro e aumentando a taxa de juros (tornando os ganhos financeiros domésticos atrativos ao capital estrangeiro). O Banco Halles, um dos maiores do país, se encontra então em posição extremamente alavancada e o aumento da taxa de juros significou um encarecimento insustentável das captações para manter suas atividades bancárias quotidianas. Em 17 de abril de 1974, o banco sofre intervenção do Banco Central. Sua aquisição é rapidamente negociada com o Banco do Estado da Guanabara. Suas aplicações se ramificam por todo setor financeiro e o pânico se instala rapidamente em meados de 1979. Em junho, o Banco União Comercial – dirigido na época por Roberto Campos – mostra igualmente sinais de graves dificuldades. Diante da possibilidade de uma primeira crise sistêmica do novo setor financeiro, o governo relaxa sua postura de rigor monetário e devolve liquidez ao mercado<sup>53</sup>. Esse episódio explicitou que, na queda de braço entre a política

---

diferença é o rendimento. Se ele for maior que a inflação no mês, há ganho real. O cálculo da instituição bancária envolve a expectativa sobre a dimensão desse ganho real diante da taxa *overnight* de mercado, que determina o custo dos recursos.

<sup>53</sup> Sobre o caso Halles, ver Assis (1983). Assis argumenta que o caso Halles intensifica o compromisso informal do governo de proteger o setor privado do risco. Aqui, o compromisso se expressa no setor financeiro: financistas podem se engajar em aplicações extremamente arriscadas e, caso tudo dê errado, o Estado cobrirá os prejuízos. O BC assumiu as despesas com o passivo não coberto do banco falido. Seu antigo dono recebeu ainda do Banco da Guanabara Cr\$ 100 milhões (pouco menos de R\$ 300 milhões, em valores de janeiro de 2016) em um acerto judicial para efetivar a liquidação. Carneiro (1995, p.302) sugere ainda que a mudança de postura no episódio da liquidação do Halles, teve implicações macroeconômicas importantes: “o fato de que a política monetária era sujeita a arrependimento prenunciava um longo período de tolerância, na prática, com taxas mais elevadas de inflação”.

econômica e o setor financeiro, o segundo dita as regras<sup>54</sup>. Mais especificamente com relação à liquidez e a taxa de juros, elas apenas podem ser manipuladas se oferecidas compensações pelas eventuais perdas do setor financeiro privado. Aí se inserem as operações de recompra e recolocação de títulos com rentabilidade adequada da década de 1980, quando a taxa de juros se eleva consideravelmente.

A segunda razão para o BC jogar segundo as regras do mercado está diretamente associada às finanças públicas. No arranjo montado após a década de 1970, o Estado passou a depender da dívida pública para se financiar. Embora houvesse polêmica acerca da difícil aferição do déficit e da melhor maneira de mensurá-lo, não havia dúvida acerca dos desequilíbrios nas finanças públicas brasileiras desde o fim da década de 1970<sup>55</sup>. As receitas tributárias estavam muito aquém das variadas despesas assumidas pelo Estado. De um lado, se reprovava a expansão empresarial desmedida do Estado numa economia capitalista. De outro lado, reprendia-se a perda de controle financeiro do Estado pelo dirigismo insulado do governo autoritário. Embora ligeiramente à esquerda, as ponderações de Bontempo (1988, p. 113-114) condensam alguns elementos centrais dessas visões críticas sobre as origens e o desenvolvimento da dívida nesse contexto:

Vale ressaltar que não se pretende atribuir ao pagamento ou aumento dos encargos financeiros externos e internos a causa do déficit de caixa das autoridades monetárias, ou do déficit público de modo geral. A política de endividamento externo para financiar um elevado crescimento econômico concentrador de renda, com distribuição de subsídios a setores capitalizados e projetos estatais inviáveis, tem mais a ver com as possíveis origens do déficit. A natureza do déficit não é financeira (na origem), mas atualmente assume caráter financeiro, dado o círculo vicioso crescente do aumento da dívida para fazer face ao seu próprio pagamento e pela incapacidade, cada vez maior, do setor público em servir à sua própria dívida.

Qualquer que seja a linhagem ideológica, o diagnóstico era que o projeto de desenvolvimento econômico levado a cabo até o fim do governo autoritário havia arruinado o Estado. A crise da dívida traz à tona um déficit desproporcional. Sua natureza passa a ser financeira, ou seja, os encargos da dívida são o maior peso no déficit e a fonte de seu descontrole<sup>56</sup>. A arrecadação

---

<sup>54</sup> A alternativa seria a estatização dos bancos (e o acionamento penal dos diretores bancários), como realizado na Islândia a partir de 2008. Embora aventada e discutida nos meios técnicos e na imprensa, tal medida não chegou a ser considerada genuinamente nos círculos dirigentes.

<sup>55</sup> Usando informações que dispomos hoje, as estimativas de Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP) calculadas pelo IBGE (2006) apontam superávits (poupança) durante a maior parte da década de 1970 e déficits a partir de 1978. Em seu conceito operacional, a necessidade de financiamento é de 2% do PIB em 1982. Depois de decrescer por alguns anos, a NFSP chega a 5% do PIB em 1986 e 13% em 1988. A NFSP decresce então até meados da década de 1990.

<sup>56</sup> Essa hipótese perscrutada tanto por analistas da época quanto agora pela historiografia econômica encontra fortes evidências nas estimativas de Carneiro (1986) para a trajetória do serviço da dívida. Nossa estimativa aproximada com base nas informações das contas nacionais do IBGE no Gráfico 2 corrobora a hipótese e chega a magnitudes muito semelhantes às de Carneiro.

tributária é prejudicada pelas turbulências macroeconômicas. A rolagem da dívida e a obtenção de novos recursos passa então por um bom relacionamento com as finanças. Ou as condições de ganho do mercado financeiro são garantidas e as operações com títulos públicos continuam, ou o governo cobre os saldos negativos com emissão monetária e joga o país na hiperinflação.

#### 4.3 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 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>57</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 dívida mobiliária da União passaria no início de 1988 do BC para o Ministério da Fazenda<sup>58</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>59</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

---

<sup>57</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 Pécio 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.

<sup>58</sup> Decreto nº 92.452 de 10 de março de 1986 e Decreto nº 94.442 de 12 de junho de 1987.

<sup>59</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.

monetária foi uma nova mudança forte nas regras do jogo. Nos esclarecimentos do jornalismo da época:

Com o plano de inflação zero, que reformou o sistema monetário e acabou com a correção monetária, tornou pouco interessante para as instituições manterem ou negociarem as OTNs, pois a rentabilidade dos papéis está semelhante ao custo de financiamento das carteiras. Se houver inflação, quem tiver os papéis em carteira poderá vir a ter prejuízos<sup>60</sup>.

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>61</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>62</sup>. A estrutura do mundo que configura as finanças e o custo do dinheiro havia sofrido uma ruptura radical. Como ganhar dinheiro nesse 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>63</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,

---

<sup>60</sup> Jornal do Brasil, 3/3/1986, p.17.

<sup>61</sup> Declaração de Carlos Villar da corretora Duarte Rosa ao Jornal do Brasil (2/7/1986, p.20).

<sup>62</sup> Jornal do Brasil, 8/6/1986, p. 28.

<sup>63</sup> Criada pela Resolução do CMN nº 1.124, de 15/5/1986.

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 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>64</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 deslança no final de 1986. Ao fim do ano, 56% da dívida pública federal interna era constituída por esses títulos.

---

<sup>64</sup> Ver Schwartz (1986, p.40).

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>65</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>66</sup>. Essa prática reduziu sensivelmente o volume de títulos privados em circulação, canalizando a maior parte dos recursos financeiros do país. No fim da década de 1980, metade dos haveres financeiros do Brasil estavam alocados em títulos federais<sup>67</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>68</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.

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

---

<sup>65</sup> Resolução do CMN nº1.199 de 10 de outubro de 1986.

<sup>66</sup> Segundo dados da Secretaria do Tesouro Nacional.

<sup>67</sup> Segundo dados do Banco Central. Haveres financeiros tomados como M4.

<sup>68</sup> Dados da Andima (1994, p. 159).

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 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.

## **5 POSLÚDIO, FINANCEIRIZAÇÃO E CONTRATEMPOS DA REVOLUÇÃO FINANCEIRA BRASILEIRA**

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 arriscar 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. Segundo um dos planos anuais de financiamento dessa instituição, suas estratégias “seguirão as diretrizes de longo prazo do Tesouro Nacional de substituição gradual dos títulos indexados à taxa Selic por títulos com rentabilidade prefixada ou vinculada a índices de preços” (Secretaria do Tesouro Nacional, 2008, p. 6). Resta saber se, nesse longo prazo da STN, nenhuma crise colocará novamente em operação os mecanismos contraditórios da dívida pública e da taxa de juros. Ou se, nesse longo prazo, ainda estaremos vivos.

Nos termos da sociologia histórica do Estado, a ideia de Revolução financeira serviu de ponto de partida nesse estudo. As reformas Bulhões-Campos avançaram os fundamentos

para um arranjo financeiro capaz de canalizar poupança interna para o Estado e para investimentos privados. Tal transformação foi um passo essencial nas finanças públicas de vários países no financiamento de empreendimentos bélicos. É um ponto de virada crucial na longa duração da formação estatal, pois inaugura a relação entre Estado e finanças. Adaptamos o argumento para o caso brasileiro, onde o remodelamento institucional se deu com vistas ao empreendimento da transformação econômica. A sequência de eventos tratada nesse capítulo 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: durante a década de 1970, a política econômica se subordinou continuamente ao salvamento de agentes alavancados. 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.

## 6 DISCUSSÃO E COMENTÁRIOS FINAIS

Quais são então as vantagens dessa abordagem acontecimentalista para o assunto tratado nesse capítulo? Gostaríamos de apontar, como comentários finais, alguns de seus aspectos profícuos. Essa abordagem possui muitos pontos em comum com o empreendimento compreensivo postulado por Weber. Ao observar a trajetória da questão fiscal-financeira no último terço do século XX, procuramos reconstituir o sentido das medidas por meio do exame dos aspectos relevantes à ação dos protagonistas. As propostas de leis, a implantação de medidas governamentais, a criação de instrumentos de política econômica, os choques de várias origens: todos esses acontecimentos constituem uma entrada privilegiada no mundo de sentido das pessoas. É preciso relevar, primeiramente, conjunto de ideias mobilizadas contextualmente para tratar os problemas que se apresentam aos atores. Por exemplo, o diagnóstico monetarista nas reformas da década de 1960 e o diagnóstico inercialista duas décadas depois. Segundo, a configuração dos problemas enfrentados pelos atores emerge como outra dimensão relevante. A crise da década de 1960, os choques energéticos da década de

1970 e os desenvolvimentos da crise da dívida na década de 1980 interrompem de formas distintas o funcionamento dos algoritmos de ação em funcionamento. Particularmente, é muito distinta a forma como a inflação impactou na questão fiscal na década de 1960 e na década de 1980. O aparato de indexação montado previamente, acentua decisivamente o papel da inflação na perda de controle das finanças públicas.

Mas talvez o aporte mais importante no front compreensivo derive da interpretação de que nossos protagonistas agiram de modo experimentalista em várias ocasiões. A inteligibilidade da escolha dos instrumentos de intervenção se insere nessa contribuição. Sua ação foi experimentalista na medida em que não havia um receituário estabilizado de medidas a serem aplicadas aos problemas com os quais eles lidavam. Por exemplo, a correção monetária das ORTNs. A dupla Bulhões-Campos se inspirou na Economia do desenvolvimento da síntese neoclássica estadunidense das décadas de 1950 e 1960 (Lopreato, 2013, p. 77-90). Mas tal receituário econômico pouco tinha a dizer sobre a montagem de canais de financiamento de longo prazo em contexto de alta inflação. Como procuramos argumentar, não havia exemplos internacionais numerosos nos quais se inspirar. A correção monetária foi uma aposta. Também foi a indexação financeira das LBCs: raros exemplos internacionais e praticamente nenhuma receita estabilizada para se desindexar uma economia nas dimensões que a indexação alcançou no Brasil. Diante de problemas cujas origens possuem dimensões variadas (de locais à mundo-sistêmicas), os gestores da política econômica se mostraram inventores formidáveis. Ambas iniciativas colocaram o arranjo fiscal-financeiro em trajetórias irreversíveis. Essa abordagem sublinha, assim, essa via de investigação da dinâmica institucional: a interpretação de camadas de invenções produzidas para lidar com problemas não previstos nos scripts originais dos arranjos.

Deixamos por último um comentário sobre algumas limitações do presente estudo e sobre temas que se oferecem a futuras investigações. Valeria, em primeiro lugar, se aprofundar nos momentos de tensão e de provação de força entre Estado e setor financeiro. Caberia ainda abrir a pesquisa à complexidade dos órgãos estatais e do mercado financeiro. Em pouco momentos, pudemos destacar as divisões internas nesses dois meios. As disputas intestinas poderiam revelar detalhes importantes sobre o comportamento desses grandes atores que, aqui, foram mostrados mormente como monólitos. As Ciências Sociais brasileiras têm muito ganhar com investigações para o período tratado neste capítulo como as realizadas por Grün (2007, 2008 e 2011) para o setor financeiro recente, que adentram suas disputas.



## 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.

ASSIS, José Carlos de. *A chave do tesouro: anatomia dos escândalos financeiros no Brasil, 1974-1983*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1983.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. Real-time gross settlement systems. Basileia: BIS, 1997.

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.

BONTEMPO, Hélio César. Transferências externas e financiamento do governo federal e autoridades monetárias. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 18, n. 1, p. 101-30, 1988.

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.

CALABREZ, Felipe. Política macroeconômica e mercados financeiros: o jogo de credibilidade e a dívida pública no contexto da eleição do governo Lula (2002-2003). *Askesis*, 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.

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 nº 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.

GRÜN, Roberto. Entre a plutocracia e a legitimação da dominação financeira. *Revista Brasileira de Ciências Sociais*, v. 22, p. 85-107, 2007.

GRÜN, Roberto. Escândalos, marolas e finanças: para uma sociologia da transformação do ambiente econômico. *Dados*. v.51, pp.313-352, 2008.

GRÜN, Roberto. Escândalos, tsunamis e marolas: apontamentos e desapontamentos sobre um traço recorrente da atualidade. *Revista Brasileira de Ciências Sociais*. v.26, pp.151-174, 2011.

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 nº 2026, 2015.
- LORENTE, Adilson. Impacto da inflação explica intervenções. *Jornal do Brasil*, 14 dez. 1980, 1º 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 nº 144*, 2008.
- MACKENZIE, Donald. *An engine, not a camera: how financial models shape markets*. Cambridge MA: MIT Press, 2006.
- 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.
- PASTORE, Affonso. 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.
- 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.
- ROUSSEAU, Peter; SYLLA, Richard. Financial revolutions and economic growth: Introducing this EEH symposium. *Explorations in Economic History*. v.43, n.1, pp.1-12, 2006.

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

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

SILVA, Tito N. T. *A política monetária e os procedimentos operacionais do Banco Central*. 205 f. Dissertação – Curso de Pós-Graduação em Economia de Empresas, EAESP/FGV, São Paulo, 1996.

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.

SYLLA, Richard. Financial systems and economic modernization. *The Journal of Economic History*. v.62, n.2, pp.277-292, 2002.

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.