

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA**

GUSTAVO CHAGAS GOUDARD

**PARA ALÉM DA TAXA DE JUROS: A HISTÓRIA DO MERCADO SELIC NO
BRASIL**

Porto Alegre

2015

GUSTAVO CHAGAS GOUDARD

**PARA ALÉM DA TAXA DE JUROS: A HISTÓRIA DO MERCADO SELIC NO
BRASIL**

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como quesito parcial para a obtenção do título de Mestre em Economia, com ênfase em Economia do Desenvolvimento.

Orientador: Prof. Dr. Pedro Cezar Dutra Fonseca

Porto Alegre

2015

CIP - Catalogação na Publicação

Goudard, Gustavo Chagas

Para além da taxa de juros: a história do mercado Selic no Brasil / Gustavo Chagas Goudard. -- 2015.

207 f.

Orientador: Pedro Cezar Dutra Fonseca .

Dissertação (Mestrado) -- Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas, Programa de Pós-Graduação em Economia, Porto Alegre, BR-RS, 2015.

1. Dívida pública. 2. Mercado Selic. 3. Teoria keynesiana. 4. Abordagens institucionalistas. I. Fonseca , Pedro Cezar Dutra, orient. II. Título.

Elaborada pelo Sistema de Geração Automática de Ficha Catalográfica da UFRGS com os dados fornecidos pelo(a) autor(a).

GUSTAVO CHAGAS GOUDARD

**PARA ALÉM DA TAXA DE JUROS: A HISTÓRIA DO MERCADO SELIC NO
BRASIL**

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como quesito parcial para a obtenção do título de Mestre em Economia, com ênfase em Economia do Desenvolvimento.

Orientador: Prof. Dr. Pedro Cezar Dutra Fonseca

Aprovada em: Porto Alegre, 30 de junho de 2015.

Prof. Dr. Pedro Cezar Dutra Fonseca - Orientador
Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS)

Profa. Dra. Maria de Lourdes Rollemberg Mollo
Universidade de Brasília (UnB)

Prof. Dr. Fernando Ferrari Filho
Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS)

Prof. Dr. Fábio Henrique Bittes Terra
Universidade Federal de Uberlândia (UFU)

AGRADECIMENTOS

Os dois últimos anos de mestrado em Porto Alegre foram extraordinários. Muito mais do que conhecimento, adquiri sabedoria. O amadurecimento foi doloroso, mas muito recompensador. É com o coração apertado e extrema felicidade que dou meu último passo nessa etapa de minha vida com a conclusão desta dissertação. Já que a felicidade só é verdadeira quando compartilhada, muitas pessoas foram especiais no meu caminho e merecem meus mais sinceros agradecimentos pelas contribuições que me deram para que eu chegasse até aqui.

Agradeço, mesmo que as palavras sejam insuficientes, aos meus pais. À minha mãe, Neiva, que muito sofreu com minha saída de casa, mas me apoiou em todos os minutos. A preocupação e o amor que você transborda me faziam sentir, mesmo que distante, sua doce presença. Ao meu pai, Gilmar, meu herói eterno, exemplo de profissionalismo e dedicação. Saiba que todos os seus ensinamentos, ainda que no costumeiro silêncio, estarão comigo por toda a vida.

Aos demais familiares que, de alguma forma, contribuíram para a formação da pessoa que sou hoje. Em especial agradeço aos meus irmãos Rafael, pela encantadora ingenuidade, e Tiago (*in memoriam*), por atravessar meus pensamentos e sonhos de tempos em tempos. Ainda, agradeço aos meus tios e primos.

À Ana Laura, minha linda, que viveu esse trabalho comigo. Pela compreensão e companheirismo nos momentos mais difíceis sou muito grato. Saiba que você é a parte mais colorida dessa trajetória. Meu amor é teu, mas dou-te mais uma vez, meu bem.

Ao Prof. Pedro Cezar Dutra Fonseca, pelas fantásticas disciplinas no curso, pelos ensinamentos no estágio docência e, em especial, por orientar-me nessa dissertação com doses perfeitas de liberdade e rigidez. Você é, sem dúvida alguma, um grande mestre. Seus exemplos servirão de grande alicerce para as próximas etapas profissionais de minha vida.

Ao Prof. Fábio Henrique Bittes Terra, ex-orientador e atual parceiro de pesquisa e grande amigo. Suas influências foram fundamentais nos caminhos acadêmicos que escolhi trilhar. Agradeço, ainda, pelas dúvidas sanadas prontamente quanto o consultei durante a realização dessa dissertação e por ter aceitado participar de minha banca.

Ao Prof. Fernando Ferrari Filho, pela ótima experiência no estágio docência e pelo aceite para a banca examinadora desta dissertação. À Profa. Maria de Lourdes Rollemberg Mollo também agradeço por fazer parte da minha banca. Mesmo sem conhecê-la, sou admirador do seu trabalho.

Aos meus amigos de mestrado e doutorado, sobretudo pelas conversas na FCE e pelas cervejas brindadas nos bares de Porto Alegre, momentos que engrandeceram muito minha experiência nos últimos anos. Em especial, do mestrado agradeço aos baianinhos Daniel Nogueira e Jarbas Carneiro, pelo companheirismo diário para discutir sobre os assuntos mais diversos e pelas divertidíssimas e relaxantes partidas de Fifa. É muito bom saber que encontrei dois irmãos baianos em terras gaudérias. Do doutorado, gostaria de agradecer ao Jonattan Castelli pelas prazerosas conversas sobre cinema e arte.

À República *Uai Sô Serious?*, por ter sido, nesse anos, o melhor dos lares, acompanhado de ensinamentos cotidianos valiosos e parceiros para a vida. Em especial, agradeço ao meu bom amigo Wagner Faria de Oliveira, pelas ótimas conversas e pela paciência, e ao japa Magno Yamaguchi, pelos ensinamentos mais diversos, especialmente os domiciliares, hehe.

Aos tantos amigos de Uberlândia espalhados mundo afora. Sobretudo, agradeço aos Broders, que mesmo na crescente distância são minha segunda família; e ao Ciro Macedo, por conversas sábias dos assuntos mais banais aos mais complexos.

Aos professores do Programa de Pós-Graduação em Economia e à Universidade Federal do Rio Grande do Sul, por, em conjunto, propiciarem uma bela transformação ao longo dos últimos dois anos.

Às secretárias do PPGE-UFRGS. Ao Conselho Nacional do Desenvolvimento Tecnológico e Científico, CNPq, pelo financiamento deste trabalho.

À arte, em especial ao Cinema e à Música, pelos momentos prazerosos de descanso e de fuga do tecnicismo econômico.

Finalmente, não apenas agradeço, mas dedico este trabalho aos meus avôs e às minhas avós: Affonso e Tônico; Bertha e Nair.

EPÍGRAFE

*Minha dor é perceber
Que apesar de termos feito tudo que fizemos
Ainda somos os mesmos e vivemos
Como nossos pais
[...]
E as aparências não enganam não
[...]
Você pode até dizer que estou por fora
Ou então que estou inventando
Mas é você que ama o passado e que não vê
Que o novo sempre vem*

(Belchior - Como nossos pais, 1976)

Oleg Svinorg foi o único náufrago que conseguiu chegar a terra firme. O navio afundara ao largo, todos morreram, queimados ou afogados, somente Oleg, que era um gigante de dois metros de altura, teve forças para nadar até a praia, nem sabia que praia era, um náufrago se salva em qualquer pedaço de terra.

Encontrou desolação à sua volta. Os campos cobertos de capim, os rios apodrecidos, miseráveis em toda a parte que nem puderam socorrê-lo, porque estavam mais famintos e desesperados do que Oleg.

Perguntou se não havia alguma coisa equivalente a um poder naquela ilha, não exatamente um governo, mas uma comissão qualquer que cuidasse de melhorar as condições em que todos viviam. De informação em informação, ficou sabendo que sim, havia uma comissão de notáveis que estavam trabalhando dia e noite para reformar o que fosse necessário e, aí sim, a ilha conheceria a prosperidade que todos desejavam.

Oleg procurou saber onde se reuniam os salvadores da pátria, quer dizer, da ilha. Foi até lá e viu umas 500 pessoas discutindo se, no país em dificuldade, a taxa de câmbio deveria ser inferior ou superior a 6,2%, se os maiores de 60 anos teriam direito ao redutor de 25% acrescido pelo coeficiente do tempo de serviço, embora não houvesse serviço algum naquela ilha. O mais importante, que inflamava corações e mentes, era a taxa de juros, que estava altíssima. E havia uma turma que achava a inflação pior do que a fome e o desemprego que atingia a todos. E que, para combatê-la, os juros deveriam ser aumentados, disciplinando o consumo, porque ninguém consumia nada.

Oleg ouviu tudo e entendeu pouco, mas o bastante. Voltou à praia, atirou-se nas ondas e nadou em busca de outra praia.

(Carlos Heitor Cony - A outra praia, 2003)

Somos lo que hacemos, y sobretudo lo que hacemos para cambiar lo que somos

(Eduardo Galeano - Voces de nuestro tiempo, 1981)

RESUMO

A dívida pública e sua gestão são peças fundamentais de todos os países, ganhando atenção primária dos gestores públicos. Em muitas economias, esse é um assunto complexo, mas, no Brasil, ele ganha contornos ainda mais intrigantes. A sua evolução é um problema central das políticas macroeconômicas e muitos autores a consideram como responsável de diversos entraves ao desenvolvimento econômico do País. Em especial, é possível citar a elevadíssima taxa de juros básica (com inércia e rigidez para baixo), o subdesenvolvimento dos mercados financeiros e do financiamento ao investimento de longo-prazo, a baixa eficácia da política monetária, a submissão da política fiscal de se ter como função principal a realização de superávit primário para amenizar os gastos financeiros, o crescimento acelerado da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi) e, logo, das despesas financeiras, dentre outros. Quais são os motivos deste pesado ônus causado à economia brasileira? Responder esta indagação é o objetivo amplo deste trabalho. Para alcançá-lo, busca-se contar a história do mercado de dívida pública no Brasil, pois acredita-se que é na história que encontramos as possíveis respostas para esta questão. Em específico, essa dissertação procurará analisar, à luz das perspectivas keynesiana e institucionalista, o mercado Selic, detentor de 99% dos títulos públicos. Norteará o alcance destes objetivos a hipótese de que a institucionalidade do mercado Selic e o seu instrumento-símbolo, as Letras Financeiras do Tesouro (LFTs), ao fundirem o mercado de dívida e o mercado monetário, de curto e longo-prazos, são grandes responsáveis pelo cenário que o Brasil vive hoje. Afinal, foram criados e tiveram sua funcionalidade no período hiperinflacionário, mas mantiveram-se intactos com o advento da estabilidade monetária no Plano Real. Ainda, o modo de condução da política monetária desde o Regime de Metas de Inflação (RMI) é visto como outro fator causal importante nesse processo, que, por sinal, relaciona-se diretamente com o mercado Selic que o País possui. As considerações finais do trabalho apontam para a necessidade de se romperem instituições tão enraizadas na economia brasileira, seja por parte da Autoridade Monetária (AM) ou pelo Tesouro Nacional (TN), a fim de que as consequências negativas da atual estrutura sejam eliminadas e que se tenha um novo padrão de operacionalização das políticas econômicas em um ambiente institucional propício ao desenvolvimento do Brasil.

Palavras-chave: Dívida Pública. Mercado Selic. Teoria Keynesiana. Abordagens Institucionalistas.

ABSTRACT

The public debt and its management are key elements of all countries, gaining policy makers's primary attention. In many economies, this is a complex matter, but in Brazil it gets even more intriguing countours. The performance of the public debt is a central problem of the macroeconomic policies and many author consider it responsible to various barriers to the Brazil's economic development. In particular, it's possible to mention the very high brazilian interest rate (with inertia and rigidity), the underdevelopment of finacnial markets and the financing of long term investiment, the low effectiveness of monetary policy, the submission of the fiscal policy once it has as main role make primary surplus to minimize the financial expenditures, the rapid growth of the domestic public debt and therefore of the financial expenses, among others. What are the reasons for this heavy burden caused to the Brazilian economy? Providing an answer for this question is the broad objective of this work. To reach it, this dissertations will try to tell the evolution of the public debt market in Brazil, since it is believed that is in history the possible answers to this question can be found. Specially, this work also seeks to analyse, in the light of Keynesian's and Institutionalists's perspective, the Selic market, which holds 99% of government securities. Will guide the achievement of these goals the hypothesis that the institution of the Selic market and its instrument-symbol, the Treasury Bills (LFTs), once it merged the debt market and the open market operations, the short and long-term, have great responsibility for the scenario that Brazil lives today. After all, they were created and had their functionality in hyperinflationary period, but remained intact with the advent of monetary stability in the Real Plan. Still, the way of conducting monetary policy since the Inflation Target is seen as another important causal factor in this process, which is directly related to the Selic market that the country has. The final considerations points out the need to break this *embeddedness* institutions to eliminate the negative consequences of the current structure and to achieve a new standard operationalization of economic policies in an favorable institutional environment to the Brazilian development.

Keywords: Public Debt. Selic Market. Keynesian Theory. Institutional Approach.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Causação reconstitutiva descendente: hábito como o link crucial	31
Figura 2 - Mecanismo perverso do instrumento único de política monetária	160
Figura 3 - Curva de rendimento.....	162

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Taxa Selic, agosto de 1994 a dezembro de 1999, mensal (% ao ano)	111
Gráfico 2 - Dívida Líquida do Setor Público total, interna e externa e Dívida Pública Mobiliária Federal interna, julho de 1994 a 2002, mensal (R\$ milhões).....	120
Gráfico 3 - Participação da Dívida Pública Federal interna e externa na Dívida Pública Federal Total, 2003 a 2013, anual (%).....	125
Gráfico 4 - Composição dos detentores finais da DPMFi, dezembro de 2014.....	132
Gráfico 5 - Prazo médio dos títulos da DPMFi, janeiro de 2002 a dezembro de 2014, mensal (meses).....	133
Gráfico 6 - Prazo médio dos títulos prefixados, da LFT e da NTN-C, janeiro de 2002 a dezembro de 2014, mensal (meses)	134
Gráfico 7 - Composição da DPMFi, janeiro de 2002 a dezembro de 2014, mensal (%).....	135
Gráfico 8 - Percentual de dívida vincenda em 12 meses, dezembro de 2002 a dezembro de 2014, mensal (%).....	139
Gráfico 9 - Dívida Líquida do Setor Público e Dívida Pública Mobiliária Federal, janeiro de 2002 a dezembro de 2014, mensal (R\$ milhões)	140
Gráfico 10 - Dívida Líquida do Setor Público total e interna sobre o Produto Interno Bruto, janeiro de 2002 a dezembro de 2014, mensal (%).....	141
Gráfico 11 - Resultado primário do setor público consolidado, total e em relação ao PIB, de 2001 a 2013, anual (R\$ bilhões / %).....	142
Gráfico 12 - Necessidade de Financiamento do Setor Público nominal e primário, e juros nominais, de janeiro de 2003 a dezembro de 2014, mensal (R\$ milhões).....	143
Gráfico 13 - Custo médio da Dívida Pública Mobiliária Federal interna e taxa Selic anualizada, de 2000 a 2014, mensal (%)	144
Gráfico 14 - Títulos emitidos da Dívida Pública Mobiliária Federal interna, janeiro de 2000 a dezembro de 2014, mensal (R\$ milhões)	146
Gráfico 15 - Amortização e refinanciamento da Dívida Pública Federal, janeiro de 2000 a dezembro de 2012, anual (R\$ milhões)	147
Gráfico 16 - Orçamento geral da união, 2014, (%).....	170
Gráfico 17 - Taxa de investimento sobre o Produto Interno Bruto do Brasil, 1994 a 2014, anual (%).....	173

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - O Sistema Financeiro Brasileiro (SFB) após as reformas de 1964-67	67
Quadro 2 - Descrição dos principais títulos da DPMFi.....	130
Quadro 3 - Medidas voltadas à melhoria do mercado de títulos brasileiro e seus respectivos impactos	138

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Números da Dívida Pública Federal interna (DPFi), em percentual do PIB	69
Tabela 2 - Evolução da Dívida Mobiliária Brasileira, de 1970 a 1979, anual	77
Tabela 3 - Evolução da Dívida Mobiliária Brasileira, de 1970 a 1979, dezembro, anual	78
Tabela 4 - Evolução da Dívida Mobiliária Brasileira, 1980 a 1989, anual.....	93
Tabela 5 - Evolução da Dívida Mobiliária Brasileira, de 1980 a 1989, dezembro, anual	94
Tabela 6 - Evolução da Dívida Mobiliária Brasileira, de 1990 a 1993, dezembro, anual	96
Tabela 7 - Dívida pública mobiliária federal: prazo e custos médios, indexação à taxa de juros básica, ao câmbio e a índices prefixados, 1995 a 2002, anual.....	113
Tabela 8 - Despesas públicas financeiras, 1995 a 1999, anual (R\$ milhões)	113
Tabela 9 - Histórico de Metas para a Inflação no Brasil.....	117
Tabela 10 - Impactos monetários das operações primárias e secundárias com títulos federais, de 2000 a 2014, anual, (saldo em R\$ milhões).....	145
Tabela 11 - Fatores condicionantes da base monetária, 2003 a 2014, anual (R\$ milhões)....	148

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

a.a.	Ao ano
AM	Autoridade Monetária
BB	Banco do Brasil
BBC	Bônus do Banco Central
BCB	Banco Central do Brasil
BP	Balanço de Pagamentos
BTN	Bônus do Tesouro Nacional
CEF	Caixa Econômica Federal
CMN	Conselho Monetário Nacional
COPOM	Comitê de Política Monetária
DLSP	Dívida Líquida do Setor Público
DPF	Dívida Pública Federal
DPFe	Dívida Pública Federal externa
DPFi	Dívida Pública Federal interna
DPMFi	Dívida Pública Mobiliária Federal Interna
EFMgK	Eficiência Marginal do Capital
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
FMI	Fundo Monetário Internacional
FSE	Fundo Social de Emergência
GEDIP	Gerência da Dívida Pública
GT	<i>The General Theory of Employment, Interest and Money</i>
IGP-M	Índice Geral de Preços – Mercado
IPCA	Índice de Preços ao Consumidor Amplo
LBC	Letra do Banco Central
LDO	Lei de Diretrizes Orçamentárias
LFT	Letra Financeira do Tesouro
LOA	Lei Orçamentária Anual
LRF	Lei de Responsabilidade Fiscal
LTN	Letra do Tesouro Nacional
MPV	Medida Provisória
NBC	Nota do Banco Central

NEI	Nova Economia Institucional
NFSP	Necessidade de Financiamento do Setor Público
NTN	Nota do Tesouro Nacional
OGU	Orçamento Geral da União
ORTN	Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional
PAC	Programa de Aceleração do Crescimento
PAEG	Plano de Ação Econômica do Governo
PAF	Plano Anual de Financiamento
PAI	Programa de Ação Imediata
PIB	Produto Interno Bruto
II PND	II Plano Nacional de Desenvolvimento
p.p.	Ponto(s) Percentual(is)
PPI	Projeto Piloto de Investimentos
RMI	Regime de Metas de Inflação
Selic	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
SFB	Sistema Financeiro Brasileiro
STN	Secretaria do Tesouro Nacional
SUMOC	Superintendência da Moeda e do Crédito
TN	Tesouro Nacional
TP	<i>Treatise on Probability</i>
URV	Unidade Real de Valor

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	16
2	REFERENCIAL TEÓRICO: AS PERSPECTIVAS INSTITUCIONALISTA E KEYNESIANA	22
2.1	AS ABORDAGENS INSTITUCIONALISTAS: <i>PATH-DEPENDENCE</i> , HÁBITO E INSTITUIÇÃO	23
2.2	A PERSPECTIVA KEYNESIANA: DA MICRO À MACROECONOMIA	34
2.2.1	Incertezas epistemológica e ontológica, unidade orgânica, não ergodicidade e o processo de tomada de decisão.....	35
2.2.2	Economias monetárias da produção, composição de portfólio de ativos e <i>modus operandi</i> das políticas econômicas.....	43
2.2.3	O financiamento do desenvolvimento econômico.....	51
3	A HISTÓRIA DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA: DA GÊNESE AO PLANO REAL	56
3.1	UMA BREVE HISTÓRIA DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA: DA ORIGEM ATÉ 1963	58
3.2	AS REFORMAS FINANCEIRAS, A FORMAÇÃO DE UM MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA E A ESCOLHA GOVERNAMENTAL PELO II PND: DE 1964 A 1979...63	
3.3	A DÉCADA PERDIDA E AS CONSEQUÊNCIAS SOBRE A DÍVIDA PÚBLICA: DE 1980 A 1993.....	84
4	A DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA NO PLANO REAL E A HERANÇA DO PERÍODO INFLACIONÁRIO	98
4.1	PLANO REAL, A REFORMA INCOMPLETA E O AUMENTO DA DÍVIDA PÚBLICA: DE 1990 A 2002	101
4.2	EVOLUÇÃO RECENTE DA DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL INTERNA: DE 2003 A 2014.....	126
4.3	MERCADO SELIC: O PASSADO QUE PESA E SUAS IMPLICAÇÕES SOBRE A ECONOMIA BRASILEIRA.....	151
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	185
	REFERÊNCIAS	190

1 INTRODUÇÃO

A dívida pública e sua gestão são peças fundamentais de todos os países, ganhando atenção primária dos *policy makers*, sendo, em muitas economias, assunto complexo. No Brasil, ela ganha contornos ainda mais intrigantes. A sua evolução é um problema central das políticas macroeconômicas brasileiras e muitos autores a consideram como determinante do atual patamar da taxa de juros básica do País, a maior do mundo. Esse nível, por sinal, pode ser considerado um dos principais fatores – juntamente com questões tributárias, de infraestrutura, entre outros – que entram o crescimento do investimento produtivo e o desenvolvimento da economia brasileira há pelo menos duas décadas.

A estabilidade macroeconômica é a principal condição necessária, embora não suficiente, para o desenvolvimento financeiro de uma economia periférica, independente da institucionalidade desse sistema (baseado em crédito privado, público ou em mercado de capitais e de títulos). Ainda hoje, muitos economistas têm se dedicado a tentar compreender algumas anomalias da economia brasileira, mesmo depois de trinta anos do Plano Real: para além da já citada elevadíssima taxa de juros básica, o crescente endividamento público interno e o subdesenvolvimento do mercado financeiro do País. Como efeito, o sistema financeiro brasileiro persiste focado no curto prazo, com condições precárias de financiamento do desenvolvimento econômico, liquidez relativamente concentrada em poucos ativos e mercados, composição da dívida pública ainda distante da ideal e políticas macroeconômicas (fiscal e monetária, em especial) muito diferentes daquelas propostas pela perspectiva keynesiana.

Qual o motivo de tamanho ônus advindo da dívida pública brasileira? Responder tal indagação é o objetivo amplo deste trabalho. Para alcançá-lo, busca-se contar a história do mercado de dívida pública do Brasil, pois se acredita que é na história que encontramos as possíveis respostas para estas questões. Em específico, esta dissertação tem como objetivo analisar, à luz das perspectivas keynesiana e institucionalista, o mercado Selic, detentor de 99% dos títulos públicos, uma vez que se considera ser ele, junto com suas ramificações e o modo de condução da política monetária, os responsáveis por tamanho efeito negativo sobre o País.

Com o institucionalismo, será possível, por um lado, apreender a importância do arranjo institucional, em especial aquele que dá as diretrizes de funcionamento do mercado, no desempenho econômico; por outro lado, dará bases para melhor se entender os hábitos e convenções criadas de longa data que são difíceis de serem rompidos, uma vez que são

enraizados na sociedade: é exatamente isso que aconteceu quando o Plano real trouxe a estabilidade do nível de preços, mas em nada mudou a institucionalidade do mercado monetário e de dívida pública. Já a partir da literatura pós-keynesiana busca-se auferir as consequências desse mercado sobre a economia brasileira, sobretudo em relação às incertezas, ao processo de tomada de decisão dos agentes (em especial na composição de ativos), à condução das políticas macroeconômicas, ao financiamento do investimento e, em última instância, ao desenvolvimento econômico brasileiro.

Antes de 1964, a dívida pública brasileira ainda era bastante incipiente, mas já trazia consequências negativas à economia e mostrava algumas características estruturais que seriam vistas nas décadas posteriores. O seu perfil era sempre aquém do desejável, o endividamento em muitos períodos era crescente e o financiamento se dava via emissão de moeda, gerando inflação que, por sua vez, reduzia a demanda por títulos públicos. Em 1964, a partir do Programa de Ação Econômica do Governo (PAEG), tem-se a efetiva institucionalização do mercado de dívida pública nacional a partir da criação das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTNs) e de sua correção monetária. Daí em diante, a despeito das ORTNs terem responsabilidade parcial pelo ‘milagre econômico’, a gestão da dívida (perfil da dívida, aumento do endividamento, criação de títulos, etc.) seria ditada, em última instância, pela conjuntura nacional e internacional, as quais são representadas especialmente pela inflação e pelo estrangulamento externo. Ainda no mesmo ano, outorgava-se ao Banco Central do Brasil (doravante, BCB) a atribuição de efetuar, como instrumento de política monetária, operações de compra e venda de títulos públicos federais – ou seja, operações de mercado aberto. Como resultado desse arranjo institucional, inaugurava-se a confusão da evolução do mercado de títulos públicos federais com o do mercado aberto. Esta se intensificou quando, em 1967, a administração da dívida pública passou da Caixa de Amortização do Ministério da Fazenda para a Gerência da Dívida Pública (GEDIP), um departamento do BCB. Em tese, acabava-se por transformar o BCB num banco da dívida pública, com o progressivo desvirtuamento das suas atribuições (vale dizer, muito diferentes das atribuições do Tesouro Nacional (TN)), uma vez que este passou também a exercer a função de dar liquidez aos títulos públicos.

Com a carência de instrumentos específicos para a execução da política monetária, em 1970 criavam-se as Letras do Tesouro Nacional (LTNs), nominalmente emitidas pelo Tesouro, mas de fato geridas pelo BCB. Em meados da década, o governo escolhe, como saída à crise, implementar o II Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND). Este acabou por intensificar o endividamento externo, o qual levaria, com o aumento das taxas de juros

internacionais e a piora nas condições de financiamento externa, à ‘década perdida’ de 1980. Esta condição adversa trouxe mudanças importantes à dívida pública brasileira. Em 1979, devido ao aumento do volume de negócios no mercado aberto e a crescente dificuldade para a liquidação das operações e prestações, implementa-se o Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic). Este é basicamente um sistema eletrônico, em que a compra e venda de títulos públicos são operadas e liquidadas, basicamente um mercado. A partir de então, os pagamentos das operações de compra e venda de títulos públicos passaram a ser processados através de reservas bancárias, sendo a transferência de títulos entre os investidores autorizadas somente mediante movimentação nessas reservas, gerando compensações. Um problema pelo menos duplo estava criado: por um lado, o mercado colocava a atuação do TN, na compra de títulos públicos de fins fiscais, e a atuação do BCB, nas operações de mercado aberto de fins monetários, no mesmo local e com instrumentos similares, fundindo suas operações; por outro lado, a consequência prática dessa nova forma de liquidação financeira foi fazer com que os títulos públicos financeiros tornassem substitutos quase perfeitos das reservas bancárias, passando o BCB a intervir diariamente no mercado dessas reservas para fixar a taxa Selic, que passou a ser a taxa de juros básica da economia.

Em 1986, as ORTNs transformam-se em Obrigações do Tesouro Nacional (OTNs) e as Letras do Banco Central (LBCs) são criadas. Estas virariam, dois anos depois, quando o BCB deixou de emitir títulos, as Letras Financeiras do Tesouro (LFTs). Esses títulos são indexados à taxa Selic e foram criados sobretudo para financiar o crescente déficit público e reduzir o custo de rolagem da dívida. Hoje, representam cerca de 20% da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi), mas poucos anos atrás eram os títulos majoritários há muito tempo. Por serem indexadas à taxa Selic, as LFTs seguiam a trajetória da inflação de muito perto e, assim sendo, funcionavam como moeda indexada à taxa de juros, passando a assumir a plena função de reserva de valor. Ademais, com essa operacionalidade, a dívida pública passou a ser rolada diariamente no *overnight*, com liquidez garantida pelos compromissos de recompra. Finalmente, em 1987 o TN volta a gerir a dívida pública, mas o Selic continuaria tanto nele quanto no BCB.

É na soma desses acontecimentos que se configura a fusão do mercado de dívida pública com o mercado de reservas bancárias, de curto com longo-prazo, criando a estrutura anômala da gestão institucional do endividamento público brasileiro. Ainda, é nesse período que o hábito curto-prazista e de indexação chega ao seu ponto máximo de institucionalização. No entanto, no contexto de hiperinflação pelo qual o Brasil passava, essa institucionalidade teve sua importância. Afinal, permitiu que o sistema bancário brasileiro criasse fundos para

aplicação financeira, com segurança garantida pelo governo e plena liquidez salvaguardada pelas reservas da Autoridade Monetária (AM), funcionando como uma moeda indexada. Evitou-se, assim, o colapso do mercado financeiro e, para além, que se fosse para uma hiperinflação aberta com total rejeição da moeda, o que levaria inevitavelmente à dolarização, como em vários outros países da América Latina.

Em 1994, o Plano Real trouxe a estabilização do nível de preços e o posterior Regime de Metas de Inflação (RMI), mas não veio acompanhado de mudanças importantes no mercado Selic, mantendo-o intacto ao do período inflacionário. Uma vez que esta institucionalidade foi criada pelo motivo inflacionário, quando este motivo deixou de existir, era de se esperar que a estrutura também o fizesse. Isso, todavia, não ocorreu: nem em 1994, nem hoje, o que demonstra a dificuldade de se mexer em um hábito (ou convenção) compartilhado e, logo, instituição. Não se quer dizer, no entanto, que nada mudou desde 1994. Pelo contrário, como será visto nos capítulos seguintes, muita coisa mudou, em especial no que diz respeito ao perfil da Dívida Pública Federal (DPF), mas mantendo a estrutura anômala intacta. Esta dissertação tem como hipótese que é nesse imbróglio e no seu instrumento-símbolo (as LFTs), juntamente com o modo de condução da política monetária brasileira, que se encontram muitos dos problemas nacionais.

Não há mais a necessidade de se ter um sistema que distorce toda a curva de rendimento e a estrutura a termo da taxa de juros, contaminando também o setor privado, pois estes precisam colocar prêmios de risco existentes nos títulos públicos que não possuem. Especialmente, não há razão para se pagar uma taxa de títulos de longo prazo no *overnight* de política monetária em operações de mercado aberto, dado que o BCB não tem risco de crédito e liquidez. Como consequência, a AM captura a poupança no curto-prazo e impossibilita o desenvolvimento de instrumentos de longo prazo, o que reduz o financiamento ao investimento e, assim, o investimento produtivo, uma vez que há elevado custo de oportunidade presente. Ainda, não parece haver justificativa do ponto de vista técnico de rolagem da dívida e custos associados para se manter esse sistema.

Não à toa, a DPF ainda é curta e cara e, desde 1994, a DPMFi e os gastos financeiros provenientes dela crescem em níveis acelerados, a despeito dos consecutivos superávits primários desde 2000; o Brasil possui as maiores taxas de juros do mundo; a política monetária tem eficácia reduzida pelos contágios aos mecanismos de transmissão; a política fiscal se torna refém de fazer superávits que amenizem as despesas financeiras e, aí, ambas perdem seu papel anticíclico de forma coordenada; o financiamento do investimento, que gera emprego e renda, é precário; e a taxa de investimento é aquém do nível desejado, nunca

passando do patamar de 20% do Produto Interno Bruto (PIB). Ainda, não sem motivo que, recentemente, especialmente após a crise do *subprime*, alguns esforços realizados no intuito de possibilitar a redução da taxa básica de juros do País a níveis internacionais (como a utilização de medidas macroprudenciais, dos bancos públicos como estimuladores, mudanças na poupança, entre outros) surtiram efeito apenas em curto período de tempo. Isto, pois a inflexão completa do processo está sendo verificada no presente histórico, fazendo mais uma vez com que a taxa Selic retorne aos dois dígitos – atualmente a exorbitantes 13,25% ao ano (a.a.).

Pois bem, é objetivo deste trabalho investigar essas questões. Para tanto, além desta introdução, mais quatro capítulos são desenvolvidos. O próximo capítulo configura-se o referencial teórico do trabalho, de cunho institucionalista e keynesiano, o qual ajudará ao entendimento de todo resto da dissertação, mas que será usado de forma direta e ampla na última seção do Capítulo 4 (a seção 4.3), que versará sobre o mercado Selic. Assim, na primeira seção do Capítulo 2 as abordagens institucionalistas são investigadas, dando enfoque especial aos conceitos de *path-dependence*, hábito, instituição e causalção reconstitutiva descendente. Na segunda seção, que abre-se em duas subseções, a perspectiva keynesiana, da micro à macroeconomia, será demonstrada. Primeiro, as incertezas epistemológica e ontológica, que conectam-se à unidade orgânica, à não-ergodicidade e ao processo de tomada de decisão, serão apresentadas. Em seguida, será traçado o modo pelo qual a teoria keynesiana vê as economias monetárias da produção, a escolha do portfólio de ativos e o *modus operandi* das políticas econômicas. Finalmente, apresentações sobre a importância do financiamento do desenvolvimento econômico em Keynes e na literatura pós-keynesiana são feitas. Vale ressaltar que algumas das diversas possíveis articulações entre as duas abordagens serão apresentadas durante o capítulo.

No Capítulo 3, estuda-se a história da dívida pública brasileira, desde sua gênese até o Plano Real, dividindo as seções por momentos marcantes para a gestão da dívida de forma cronológica. Na primeira seção, uma breve descrição da dívida da sua origem até 1963. Na segunda, as reformas financeiras que levaram a formação do mercado de dívida pública nacional e a escolha governamental pelo II PND, perpassando de 1964 a 1979. Finalmente, na terceira seção a ‘década perdida’ e suas consequências, sobretudo devido ao estrangulamento externo e ao crescente endividamento externo, na dívida pública, indo de 1980 a 1993.

No Capítulo 4 a história da DPMFi no Plano Real é apresentada, dividindo-se em três seções. Na primeira, de 1994 a 2002, busca-se apresentar o Plano, dando enfoque ao fato dele não ter trazido mudanças à essência do mercado Selic, a despeito do sucesso na estabilização

do nível de preços. Ainda, os motivos que levaram ao aumento da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) durante todo o período – tanto no regime de câmbio fixo quanto no de RMI – e, logo, das despesas financeiras, são elencados. A hipótese base é que os principais responsáveis deste problema são a institucionalidade do mercado Selic (e dele, as LFTs) e a forma de condução da política monetária. Na segunda seção, de 2003 a 2014, a evolução recente da DPMFi é apresentada, mostrando que, a despeito da tendência de avanços, os problemas mais substanciais ainda estão presentes em suas características estruturais: aumento da DPMFi, com permanência de curto prazo, alta taxa de juros e elevado ônus à economia. Desta análise dá-se a ponte para a última seção do capítulo, a 4.3, que condensa o conhecimento adquirido nos capítulos precedentes. Nesta, o mercado Selic, à luz do referencial teórico keynesiano-institucionalista, é descrito, revelando como ele representa uma herança maldita do período inflacionário difícil de ser rompida, uma vez que ainda está presente vinte anos após a estabilização, ressaltando, nesse sentido, as implicações de tal institucionalidade sobre a economia brasileira. Por fim, tecem-se as considerações finais do trabalho.

Espera-se que esta dissertação possa mostrar, ao contar a história da dívida pública brasileira e, em específico, do mercado Selic, que este não é apenas uma taxa de juros, mas sim um mercado. Ainda, que este mercado com estrutura específica anômala tem impactos sobre a economia brasileira e o seu desenvolvimento econômico, especialmente pelas implicações trazidas à gestão da dívida pública, às políticas macroeconômicas, à taxa de juros e ao investimento produtivo. E é isso que justifica o título dado ao trabalho – *Para além da taxa de juros: a história do mercado Selic no Brasil*.

2 REFERENCIAL TEÓRICO: AS PERSPECTIVAS INSTITUCIONALISTA E KEYNESIANA

Este capítulo, que conforma o referencial teórico deste trabalho, tem como intuito o estudo das abordagens institucionalista e keynesiana. Na perspectiva institucionalista, busca-se apresentar três *approachs*: o antigo institucionalismo, o neoinstitucionalismo e a nova economia institucional (doravante, NEI). Primeiramente, ressalta-se o conceito de *path-dependence* do presente em relação ao passado, ou seja, a história importa. Ainda, as diversas concepções para o termo instituição serão apresentadas, indo desde regras do jogo até hábitos compartilhados, sendo o conceito de causação reconstitutiva descendente fundamental para demonstrar a forma como a micro-macro, parte-todo, indivíduo-estrutura se relacionam, sendo o hábito fundamental para que essa conexão ocorra. Nesse ponto, essencial é apreender a importância das instituições e o seu papel para criar trajetórias históricas enraizadas no processo econômico.

Em relação à perspectiva keynesiana, o objetivo é, a partir de Keynes e dos pós-keynesianos, abstrair as contribuições que vão da micro à macroeconomia, sem o intuito, no entanto, de separá-las, uma vez que elas não são estanques, mas, pelo contrário, relacionam-se de inúmeras formas todo o tempo. Para fins didáticos, todavia, é possível realizar uma divisão. No nível micro, foco será dado à incerteza epistemológica, ao processo de tomada de decisão e ao modo pelo qual os agentes compõem o seu portfólio de ativos. No âmbito macro, atenção especial será colocada sobre o funcionamento das economias monetárias de produção, à incerteza ontológica, a unidade orgânica e a não ergodicidade e, por fim, mas não menos importante, as recomendações do *modus operandi* das políticas econômicas keynesianas. Finalmente, considerações serão apresentadas sobre a importância do financiamento (ou seja, da moeda e do crédito) para o desenvolvimento econômico das sociedades capitalistas. Aqui, as relações micro e macroeconômicas ficam bem conectadas, uma vez que comportamentos microeconômicos dos agentes – sobretudo os bancos – resultam em impactos macroeconômicos na economia como um todo, especialmente a partir de investimentos que geram emprego e maior riqueza.

A ideia é que, com as abordagens institucionalistas, se compreenda especialmente três pontos do objeto central deste trabalho:

a) a importância da institucionalidade (ou das regras do jogo) do mercado de dívida pública, uma vez que este apenas põe em prática aquela;

b) o papel crucial do processo histórico, especialmente via *path-dependence*, pois é na história que se encontram as explicações para se ter a estrutura que se tem hoje;

c) os motivos que levaram, em 1994, a manutenção das características fundamentais do mercado de dívida do período hiperinflacionário, dando enfoque aos hábitos e convenções, existentes até hoje.

Com a teoria keynesiana e pós-keynesiana, procura-se compreender, por um lado, os impactos dessa institucionalidade no processo de tomada de decisão dos agentes, sobretudo em relação ao portfólio de ativos; por outro lado, as implicações da estrutura do mercado Selic sobre as políticas macroeconômicas e o financiamento do crescimento econômico. Nesse sentido, será possível criticar e elencar alternativas aos rumos tomados no País, sobretudo desde 1994, pois, decerto, não foi o arcabouço teórico institucionalista ou keynesiano/pós-keynesiano o exercido em nível prático no Brasil, especialmente no que se refere à política monetária e a gestão da dívida pública.

Assim, além desta introdução, este capítulo divide-se em mais duas seções e três subseções. A seção 2.1 apresenta as abordagens institucionalistas, seus conceitos e a importância das instituições, hábitos e do *path-dependence*. A seção 2.2 conforma o estudo da perspectiva keynesiana da micro à macroeconomia. Dela, abrem-se três subseções. A subseção 2.2.1 trata das incertezas epistemológica e ontológica e suas relações com a unidade orgânica, a não ergodicidade e o processo de tomada de decisão. A 2.2.2 retrata o modo como funcionam as economias monetárias da produção, a escolha do portfólio de ativos e o *modus operandi* das políticas econômicas keynesiana. Por fim, a subseção 2.2.3 destaca o papel crucial do financiamento do investimento para o desenvolvimento econômico das economias capitalistas. Vale ressaltar, de antemão, que diversas articulações entre as duas perspectivas (a keynesiana e institucionalista) são possíveis, e muitas destas serão apresentadas neste capítulo, implícita ou explicitamente. E é por isso que, propositalmente, se opta por deixar ambas no mesmo capítulo, a fim de evidenciar as várias comunicações entre ambas abordagens.

2.1 AS ABORDAGENS INSTITUCIONALISTAS: *PATH-DEPENDENCE*, HÁBITO E INSTITUIÇÃO

Como destacam Samuels (1995) e Conceição (2002a), o pensamento institucionalista possui na pluralidade de abordagens não um problema, mas uma fonte de riqueza, resultado das diferentes escolas que tratam o tema de forma nem sempre convergente. Neste ínterim, o

próprio conceito de instituição acaba por ter várias acepções, por vezes até mesmo ambíguas. Sendo assim, por um lado, analisar a teoria institucionalista sob apenas um enfoque pode empobrecer seu campo teórico e analítico, que tem na multiplicidade e na interação suas mais relevantes expressões. Por outro lado, tal complexidade impõe tanto certa dificuldade na exposição de todas as abordagens quanto riscos de julgamentos de que as perspectivas sejam incongruentes. Buscando resolver este imbróglio, sem perder de vista as virtudes do pluralismo de perspectivas, o método de apresentação desta revisão de literatura consistirá em traçar a história das abordagens, denotando especialmente a concepção de instituição que cada uma delas possui. Em particular, serão descritas as escolas do antigo (ou velho/original) institucionalismo, do neoinstitucionalismo¹ e da NEI.

Apesar do crescente interesse nas últimas décadas, os estudos que se dedicam ao desenvolvimento teórico das instituições datam de pelo menos fins do século XIX. Nesse particular, os principais pensadores do antigo institucionalismo, conforme Hodgson (1993, 1998a), Conceição (2002a, 2002b, 2008), Samuels (1995), Villeval (1995), entre outros, são Thorstein Veblen, John Commons e Wesley Mitchell. Para Veblen, instituições são "[...] hábitos estabelecidos de pensamentos comuns à generalidade dos homens [...]"² (1909, p. 626). Já Commons definiu instituição como a "[...] ação coletiva em controle, liberação e expansão da ação individual [...]" (1931, p. 648). No primeiro, há uma noção mais abstrata, natural e orgânica de instituições, enquanto que no segundo percebe-se instituição com um caráter mais deliberado – ou artificial –, bem como uma tentativa de maior concretude e de melhor definição. Unindo-se ambas as noções, pode-se dizer que nesta tradição o conceito de instituição centra-se no conjunto, e sua evolução, de hábitos, normas, valores, crenças e símbolos (CONCEIÇÃO, 2002a).

Conforme destaca Hodgson (1992, 2005), influenciado por Darwin, Veblen apropriou-se da lógica evolucionária, adaptando-a à realidade social, entendida, então, como estando em constante evolução. Nesse sentido, Veblen empregou a noção de causação cumulativa, especialmente entre indivíduo e instituições, visão que se opõe ao equilíbrio econômico neoclássico. Resulta-se, assim, em a sociedade estar sujeita a "[...] um processo de mudança consecutiva, realizada de forma autocontinuada e autopropagável, e sem termo final."

¹ Sobre este termo, cabe um esclarecimento. Mesmo não havendo consenso sobre a utilização desta denominação, a abordagem é chamada de neoinstitucionalista a se acompanharem as posições de Villeval (1995) e Conceição (2001, 2002a). Como se verá adiante, tal denominação diferencia o neoinstitucionalismo da chamada nova economia institucional, sendo que é baseada no resgate do velho institucionalismo e na relação com a escola neoschumpeteriana.

² Tradução nossa. Todas as demais citações em língua estrangeira também foram traduzidas pelo autor, salvo referência explícita do contrário.

(VEBLEN, 1919, p. 37). Portanto, a história importa, pois implica *path-dependence* do presente em relação ao passado. Além disso, tal qual a seleção natural, Veblen argumenta que as instituições passam por confrontos e aquelas que perduram no tempo são mais bem adaptadas. Consoante Veblen, "[...] a vida do homem na sociedade, assim como a vida de outras espécies, é uma luta pela existência, e, portanto, é um processo de seleção adaptativa. A evolução da estrutura social tem sido um processo de seleção natural das instituições." (1899, p. 188). As contribuições de Veblen, dessa forma, preocupavam-se, ao invés do equilíbrio estável, com a mudança e com seu processo acumulativo, em que vale a origem, o crescimento, a persistência e a variação das instituições, retirando de Darwin não apenas metáforas biológicas, mas o seu caráter metodológico.

Deve-se salientar que Veblen, mesmo utilizando-se das ideias provenientes da biologia, rejeita o reducionismo biológico – ou seja, as análises que se centram exclusivamente em termos biológicos para compreender os fenômenos socioeconômicos. Neste sentido, percebendo as instituições como algo primordial, Veblen nega o individualismo metodológico; porém, com o cuidado de não conferir apenas às instituições todo o protagonismo, afastando-se também do coletivismo metodológico: essas bem como os indivíduos têm papel fundamental na dinâmica sócioinstitucional (HODGSON, 1998a). Assim sendo, o indivíduo é um produto, assim como produtor, das suas circunstâncias, de maneira que as esferas individual e social são parcialmente autônomas, mas conectados níveis de análise, em uma causalção circular. Logo, Veblen argumenta que "O tecido institucional é um produto da conduta dos membros individuais de um grupo [enquanto que] as instituições agem para direcionar e definir os objetivos e os fins da conduta." (1919, p. 243).

Dentre as várias contribuições dos antigos institucionalistas, duas importantes para fins deste trabalho são *embeddedness* e *imbecile institutions*, categorias presentes na análise de Veblen. A primeira se refere à forma pela qual as instituições se enraízam. A se aproveitar Polanyi (1944), antes de se crivarem, as instituições surgem ou de maneira não intencional – também chamadas de instituições ‘orgânicas’ –, por conta dos costumes e regras que emanam das interações individuais, ou intencionalmente – chamadas, também, de instituições ‘pragmática’ –, colocadas a fim da resolução de algum conflito de interesse, seja ele individual, de grupo ou social. Uma vez percebida e compreendida, a instituição passa por um processo de aceitação social que pode se efetivar ou não, a depender da legitimidade e da valorização coletiva que ela receber. Caso a instituição seja incorporada no arranjo institucional e compartilhada no hábito, ela se torna *embedded*.

Por sua vez, esse enraizamento pode acontecer com instituições que, por fim, acabam por não construírem benefícios sociais. Afinal, evolução não quer dizer necessariamente melhoria. As *imbecile institutions*, conforme denominou Veblen, constituídas intencional ou não intencionalmente, encerram resultados que atrapalham os sistemas em que estão inseridas. Nesse sentido, pode-se incorrer em casos de *lock-in*³, como colocado por Arthur (1989), já que podem ser instituições difíceis de serem revertidas. A título de ilustração, várias instituições financeiras, sejam elas as próprias firmas, sejam os produtos financeiros, mostraram-se *imbecile institutions*, pois a despeito dos ganhos momentâneos que permitiram, acabaram por implicar prejuízos alastrados para muito além do lado financeiro da economia – haja vista a crise do *subprime*, por exemplo.

De acordo com Hodgson (1993, 2003), depois de algum tempo em esquecimento, as instituições passaram a receber atenção novamente em meados dos anos 1970, em dois diferentes *approaches*. Uma primeira abordagem é a chamada NEI, cujos principais expoentes resgatam a obra sobre o comportamento da firma de Ronald Coase (1988)⁴. Para a NEI⁵, instituições são "[...] os constrangimentos humanamente concebidos que estruturam as interações políticas, econômicas e sociais [...]" (NORTH, 1991, p. 97), as chamadas 'regras do jogo', e podem ser formais – regras deliberadas por processos legislativos estatuídos – ou informais – normas que não foram regularmente estabelecidas, mas, surgiram das rotinas dos indivíduos em sociedade. Neste sentido, as instituições foram criadas pelos indivíduos, ao longo da história, para criar ordem e reduzir a incerteza, mormente nas trocas.

Sendo assim, as instituições relacionam-se fortemente com os modelos mentais, afinal, são elas representações internas ao indivíduo criadas pelo sistema cognitivo para interpretar o ambiente externo, estruturando e ordenando-o, que, ao serem estabelecidas, constroem, liberam e expandem o comportamento individual, terminando por ditar a *performance* econômica de forma diferenciada entre os países. Nas palavras de North (1994, p. 361), "[...] é a interação entre instituições e organizações que molda a evolução institucional de uma economia. Se as instituições são as regras do jogo, as organizações são os jogadores."

³ Um caso de *lock-in* que pode ser citado na realidade brasileira é o caminho, hoje de difícil saída, tomado ao longo dos anos de intensificar a estrutura rodoviária, trazendo altos custos de logística para o País. Nesse sentido, nem sempre a 'melhor' instituição prevalece e, ademais, esta pode 'prender-se' à sociedade, dificultando sua eliminação.

⁴ Ainda, em especial outros autores como Douglass North e Oliver Williamson.

⁵ Coase (1988) e Hodgson (2009) destacam que o adjetivo *nova* no nome da perspectiva, criado por Williamson, intencionou distanciar a abordagem da tradição do antigo institucionalismo.

Para além, esta abordagem surgiu de críticas não hostis ao paradigma neoclássico, de maneira que "[...] o arcabouço analítico [da NEI] é uma modificação da teoria neoclássica. Ele retém as hipóteses fundamentais de escassez e, então, a competição e os instrumentos analíticos da teoria microeconômica. Ele modifica o pressuposto da racionalidade. Ele adiciona a dimensão temporal [...]" (NORTH, 1994, p. 359). Nesta perspectiva, a NEI preocupa-se fundamentalmente com aspectos microeconômicos não comuns à teoria neoclássica, quais sejam, custos de transação, racionalidade limitada, falhas de mercado, oportunismo, direitos de propriedade, organização industrial e econômica, entre outros (CONCEIÇÃO, 2004).

Todavia, a incorporação da NEI como uma abordagem institucionalista é controversa, haja vista as críticas a ela realizadas por autores alinhados ao neoinstitucionalismo. Dentre estes, saliente-se Hodgson (1998b), para quem a NEI assume a existência de instituições tendo como referência um modelo de indivíduo com comportamento dado, em que o sentido da causação vai do agente para as instituições, partindo de um estado inicial livre delas. Em função disso, autores como Hodgson (1998b) e Dugger (1990) sugerem cautela à incorporação da NEI enquanto institucionalismo legítimo, pois ela se aproxima daquilo que era o alvo dos ataques dos antigos institucionalistas, a teoria neoclássica. Em anteposição, Stanfield (1999) argumenta que, por um lado, os avanços da NEI são relevantes, especialmente por sistematizarem o que a antiga tradição teorizou de maneira informal, além de, por outro lado, apresentarem várias limitações da teoria neoclássica – mesmo sem dela se desvincular. Em direção semelhante, Samuels (1995) e Conceição (2002b) consideram que a NEI, assim como o neoinstitucionalismo, forneceram contribuições ao paradigma institucionalista, "[...] quer de influência mais ortodoxa, quer mais heterodoxa." (CONCEIÇÃO, 2004, p. 612).

A outra escola que se dedica ao estudo do papel das instituições no sistema econômico é o chamado neoinstitucionalismo⁶, cujo surgimento deu-se, tal qual a NEI, em meados dos anos 1970. Um traço distintivo, contudo, desta perspectiva em relação à NEI é ela centrar-se em um intenso resgate dos ensinamentos do antigo institucionalismo, além de absorverem diversos elementos da tradição neoschumpeteriana⁷. Consoante Hodgson (2006, p. 2), instituições são "[...] sistemas de regras sociais estabelecidas e prevalecentes que

⁶ Os principais expoentes desta abordagem, mesmo que não se autoentitlem, são Geoffrey Hodgson, Warren Samuels, Malcolm Rutherford, William Dugger, James Stanfield, Marie-Claire Villeval, entre outros.

⁷ Escola que possui autores bastante próximos da tradição neoinstitucionalista, como Richard Nelson, Sidney Winter e Giovanni Dosi. Por sinal, são estes, especialmente a partir de Nelson e Winter (1982), um dos responsáveis pelo retorno do caráter evolucionário nas ciências econômicas.

estruturam as interações sociais. Linguagem, moeda, leis, sistemas de pesos e medidas, modos à mesa, empresas (e outras organizações) são, portanto, todas instituições."

Em torno deste conceito agregador, Hodgson (1994) apresenta oito pressupostos que conformam o núcleo duro da perspectiva neoinstitucionalista, quais sejam:

a) rejeição do atomismo e do reducionismo na análise econômica, optando por interpretações holísticas e multidisciplinares;

b) substituição do *homo economicus* neoclássico pelo *homo institutionalis*, guiado por hábitos, instintos e capacidade criativa para introduzir novidades;

c) troca do individualismo metodológico pela instituição como unidade de análise sem, entretanto, rejeitar o indivíduo ou focar-se apenas no coletivismo metodológico;

d) negação do equilíbrio estático, utilizando-se de uma concepção do sistema econômico em que vale o *path-dependence*, com causação cumulativa, em que a história tem peso fundamental;

e) rejeição de indivíduos com preferências fixas e dadas, e assunção de preferências condicionadas e moldadas pela estrutura social, cultural e institucional na qual os indivíduos estão inseridos;

f) incorporação da tecnologia como endógena e evolutiva, sendo uma força motora de transformação estrutural;

g) apreensão das relações de poder entre os atores sociais e dos impactos das disputas sobre a dinâmica social e institucional;

h) abandono do utilitarismo neoclássico, de forma que as necessidades humanas são as que mais se manifestarem no arranjo institucional que, parcialmente, é a própria expressão das referidas necessidades.

No neoinstitucionalismo, a relação entre indivíduos e instituições é de causação circular – em linha com o antigo institucionalismo (HODGSON, 2000). Sendo assim, os indivíduos moldam as instituições e a recíproca é verdadeira: "[...] tanto indivíduos quanto instituições são mutuamente constitutivas uns dos outros." (HODGSON, 1998b, p. 181). Todavia, como este processo é possível? Para esta resposta, o conceito de hábito é fundamental. Segundo Hodgson, "Reconhecer o papel do hábito é reconhecer muito mais do que nossos modos estabelecidos, ou o comportamento humano. Hábito não é o mesmo que ritual ou repetição [...] hábito é uma *propensão* a se comportar [ou pensar] de uma forma particular em uma classe particular de situações." (2004, p. 651-652, grifo nosso). Hábito diferencia-se, assim, do comportamento propriamente dito, pois este já é uma ação.

Outro importante conceito neoinstitucionalista, as regras, são contíguas aos hábitos e definidas enquanto "[...] padrões de pensamento ou comportamento condicionais ou incondicionais que podem ser adotados, tanto consciente quanto inconscientemente, pelos agentes." (HODGSON, 1998b, p. 185). Uma regra, por aplicação repetitiva, pode se tornar um hábito e, assim, será aceita por se tornar *embedded*, isto é, enraizada nos agentes e na sociedade. A diferença entre hábitos e regras pode ser ilustrada no seguinte exemplo: regras implicam que, em circunstâncias Y, faça-se, ou pense-se, Y, ao passo em que hábitos, na mesma situação Y, refletiriam um conjunto X de possíveis ações ou pensamentos. Nesse sentido: "[...] seguir regras pode ser consciente e deliberado, enquanto a ação habitual é caracteristicamente não examinada." (HODGSON, 1998b, p. 185).

Logo, há uma probabilidade e não uma obrigatoriedade de um hábito ser expresso em um comportamento corrente. A ideia é que comportamentos ou pensamentos repetitivos são uns dos fatores que estabelecem hábitos, mas, depois de adquiridos, eles não necessariamente são utilizados o tempo todo, afinal "[...] hábitos são repertórios submersos de comportamento ou pensamento potenciais; eles podem ser desencadeados ou reforçados por um estímulo ou contexto apropriados." (HODGSON, 2006, p. 6). Ainda, segundo a perspectiva neoinstitucional, hábitos – e inclusive as regras – são os fundamentos do pensamento e do comportamento, ganhando *status* onipresente na atividade humana (HODGSON, 1997). Não obstante, o que explica a formação dos hábitos?

Em linha com o darwinismo de Veblen, Hodgson (2004) argumenta que os indivíduos enfrentaram diversos e variados problemas em sua evolução e, então, mecanismos como o hábito emergiram. Assim, a capacidade humana de formar hábitos evoluiu como um resultado das circunstâncias altamente variáveis, complexas e incertas pelas quais os indivíduos passaram ao longo do tempo. Segundo Hodgson (2004) é possível reunir sete condições nas quais, baseadas em hábitos, surgiram respostas às circunstâncias corriqueiras a que os agentes estão submersos, são elas:

- a) *otimização*, situação em que a escolha é conhecida e é possível empregar procedimentos e regras de decisão para encontrar uma solução ótima;
- b) *extensão*, quando a informação pode ser prontamente acessada e compreendida, mas sua procura requer o dispêndio de tempo e outros recursos;
- c) *complexidade*, presente no *gap* entre o complexo ambiente de decisão e a capacidade analítica e computacional do agente;
- d) *incerteza*, decorrente de informações cruciais e probabilidades em relação à eventos futuros serem impossíveis de serem obtidas;

- e) *cognição*, referente ao problema de lidar e interpretar dados sensoriais;
- f) *aprendizagem*, que é o processo de adquirir conhecimento;
- g) *comunicação*, dada pela necessidade precípua de se comunicar com outros.

Com isso, as mais variadas instâncias da vida em sociedade relacionam-se aos hábitos. Em especial, assim como as instituições, os hábitos têm o papel de prover quadros cognitivos para interpretações de fatos e de dados sensoriais, além de possibilitar rotinas. Desta forma, os indivíduos transformam informações em conhecimento ou, no limite, dotam-nas de significado. Conforme Veblen, "Uma linha habitual de ação constitui uma linha habitual de pensamento, fornecendo o ponto de vista pelo qual fatos e eventos são apreendidos e reduzidos a um corpo de conhecimento." (1934, p. 88). Portanto, hábitos permeiam os processos de tomada de decisão. Diga-se de passagem, sendo a capacidade cognitiva incapaz de alcançar todas as informações relevantes à tomada de decisão, o apoio em hábitos é um recurso comum e compreensível dos indivíduos (HODGSON, 2004).

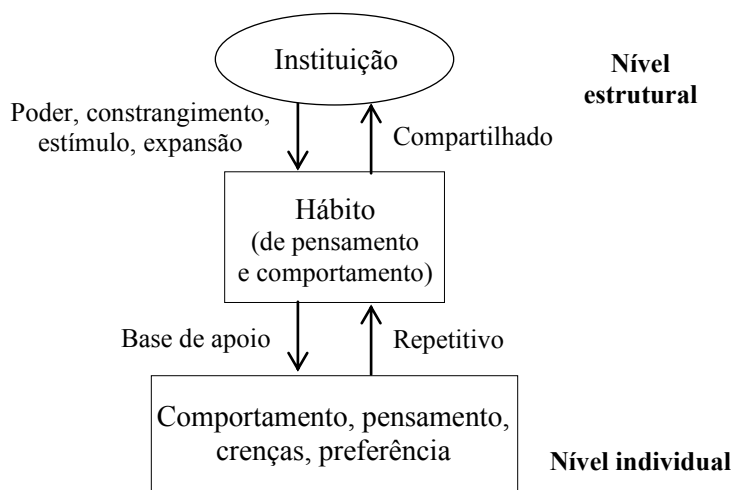
Sendo assim, hábitos possibilitam adquirir habilidades a partir das experiências que, por sua vez, podem se tornar enraizadas nos próprios hábitos. Quando estas se mostram regulares na sociedade, configuram-se enquanto costumes e rotinas que, quanto mais socialmente duráveis e integradas forem, formam as instituições. Um exemplo disso é a linguagem: enquanto apenas um indivíduo tenta se comunicar, ela não é uma instituição. Entretanto, uma vez que os hábitos garantem a habilidade de dar significado à ela, ela pode se tornar socialmente compartilhada e, assim, institucionalizada, pois se transforma em padrão social. Outro resultado dos hábitos rotinizados é a criação de convenções que, para Hodgson, é uma "[...] instância particular de uma regra institucional." (2006, p. 2). Nesse sentido, a durabilidade das instituições pode ser parcialmente explicada, pois hábitos individuais "[...] tanto reforçam, como são reforçados, por instituições [...]" (HODGSON, 2006, p. 171). Aliás, reforçará a longevidade das instituições o fato de elas moldarem preferências individuais e poderem criar expectativas estáveis sobre o comportamento dos demais agentes, conferindo consistência e estabilidade às atividades humanas.

Em suma, atos instintivos, pensamentos e comportamentos individuais repetitivos formam hábitos. Seu espraiamento cria instituições novas e reforça antigas, tornando-as *embedded*. Fica patente, assim, que os indivíduos moldam a estrutura social – o chamado mecanismo de causalção ascendente, indo do indivíduo às instituições através do hábito, que funciona como unidade de seleção daquelas. No entanto, ainda há o sentido inverso de causalção, que vai das instituições aos indivíduos. Esta é uma preocupação da abordagem neoinstitucionalista, já que os indivíduos não apenas moldam, como também são moldados

pelas instituições, caracterizando-a enquanto outra direção causal – o chamado mecanismo de causação descendente. Dessa forma, nesta relação causal nem o indivíduo nem os fatores institucionais têm completa primazia, constituindo-se, portanto, em "[...] círculo inquebrável de determinação." (HODGSON, 1998b, p. 184).

Sendo a aquisição de hábito o mecanismo psicológico pelo qual se formam as bases para os comportamentos, pensamentos, preferências e crenças; e tendo as instituições a característica de moldar esses elementos, qual a relação entre hábitos e instituições nesta direção causal? De forma geral, mudanças e constrangimentos institucionais podem causar alterações nos hábitos, levando-os por caminhos específicos. A capacidade das instituições sociais de constrangimento, estímulo e expansão – aliada ao poder de costume e de crença – dá origem a novas percepções e propensões nos indivíduos. Por conseguinte, mediante novos hábitos, novas e diferentes preferências, intenções, comportamentos e pensamentos emergem, uma vez que o hábito é base de apoio fundamental para a formação destes. Assim, tem-se a causação descendente, em que instituições, via hábitos, afetam indivíduos.

Figura 1 - Causação reconstitutiva descendente: hábito como o link crucial



Fonte: Elaborado pelo autor.

Com o quadro exposto, tem-se um panorama geral da forma pela qual os indivíduos moldam as instituições, da mesma forma com que estas moldam aqueles. À causação circular dos antigos institucionalistas, Hodgson (2004) denomina causação reconstitutiva descendente. Mesmo sob a qualificação descendente, a reciprocidade causal assume duas direções, a ascendente, quando vai do indivíduo às instituições, e a descendente, quando ocorre de forma *top-to-bottom*, ou seja, do todo para o indivíduo. O processo de causação reconstitutiva

descendente pode ser visto na Figura 1, sendo que, nesta relação micro-macro, parte-todo, indivíduo-estrutura, surgem propriedades emergentes⁸, ou seja, novas, diferentes, que podem, *a priori*, não ser conhecidas (HODGSON, 1997a).

O ponto crucial do argumento, seguindo Hodgson (2004), é o reconhecimento de que esse processo se dá a partir dos hábitos, seja partindo do indivíduo às instituições – a partir das repetições e do compartilhamento – seja das instituições aos indivíduos – por um lado, pelos constrangimentos, estímulos e expansões dadas pelas instituições e, por outro, pela base de apoio que os hábitos criam para os comportamentos, pensamentos, crenças e preferências. Logo, o hábito se torna o elo central, invisível e permeado de retroalimentação do canal causal indivíduo-instituição e instituição-indivíduo. Nas palavras de Veblen, "A situação de hoje molda as instituições de amanhã através de um processo seletivo e coercitivo *ao atuar sobre a visão habitual das coisas pelos homens*." (1899, p. 190, grifo nosso).

Ademais, os conceitos contíguos de hábito e instituição possibilitam lidar com os dilemas entre o realismo e o subjetivismo. Afinal, instituições são tanto ideias dos agentes quanto estruturas objetivas enfrentadas por eles, ou seja, dentro e fora de suas subjetividades (HODGSON, 1998b). Nessa perspectiva, agente e todo, apesar de distintos, interagem e são interdependentes ao longo do tempo (HODGSON, 2009). Não é à toa que Commons aponta ser uma virtude da abordagem institucionalista "[...] ver hábito de comportamento e estrutura institucional como mutuamente entrelaçados e se reforçando: ambos aspectos sendo relevantes para a imagem completa." (1934, p. 69). Finalmente, a estrutura institucional permeada pela relação circular entre indivíduo e instituição têm hábito como conceito-chave. Por um lado, ele fornece durabilidade, poder e autoridade normativa, material constitutivo das instituições, e se constitui como a unidade de seleção delas. Por outro lado, ele molda o indivíduo e é base fundamental de apoio para a atividade humana, sobretudo em sua capacidade cognitiva e na tomada de decisão sob incerteza. Por fim, o hábito é o elo que possibilita um dos principais mecanismos presentes na economia institucional: a causação reconstitutiva descendente.

Finalmente, pode-se citar Zysman (1983), que relaciona a forma pela qual diferentes desenhos institucionais, especialmente do sistema financeiro, formatados sob ativa participação das políticas públicas, implicam formas divergentes de funcionamento e desenvolvimento da economia, sobretudo pelos diferentes caminhos de financiamento desta. Especificamente, partindo da análise da experiência de industrialização de economias

⁸ Conceito retirado da biologia. Para mais, veja Hodgson (1997a).

avançadas, Zysman (1983) distinguiu três modelos de financiamento do investimento do financiamento:

- a) o sistema baseado em mercados de capitais, desenvolvido no Reino Unido e nos Estados Unidos da América (EUA), em que os fornecedores são tipicamente instituições financeiras não-bancárias, via sobretudo ações e títulos da dívida;
- b) o sistema de crédito (bancário) privado, tendo a Alemanha como um caso típico; e
- c) o sistema alicerçado pelo crédito governamental (ou público), representado pelas experiências francesa e japonesa.

A despeito de suas diferenças, em ambos há a dependência de características específicas do setor financeiro – instituições, instrumentos e regulações – assim como condições estruturais e macroeconômicas, forçando a demanda e oferta por títulos de longo-prazo, uma vez que esses estimulam as taxas de crescimento e investimento da economia.

Zysman (1994) destaca, ainda, a forma como instituições criam trajetórias historicamente enraizadas de crescimento, principalmente ao se ter em mente que os mercados, estruturados pela política e pelas instituições sociais, são criações do governo e de políticas. Acemoglu, Johnson e Robinson (2004) caminham no mesmo sentido, vendo as instituições como causas fundamentais do crescimento e desenvolvimento de longo prazo. Ainda, Samuels (2007) sumariza, a partir do conceito de *legal-economic nexus*, o modo pelo qual as políticas públicas resultam em diversas estratégias das firmas no mercado, ao delimitarem os contornos que estas terão, sobretudo em relação às leis. O autor considera a lei como algo a ser feito, e não que se ‘encontra naturalmente’, pois estas não são coisas transcendentais dadas, mas, pelo contrário, questão de escolha humana social a partir de processos pragmáticos. Assim, o sistema de crença e os interesses materiais influenciam a *making-law*, assim como as leis, por sua vez, influenciam os sistemas de crença e os interesses materiais. Samuels (2007) entende, dessa forma, que há uma justaposição entre a economia e o âmbito jurídico e o papel econômico-político governamental, pois vê a lei enquanto uma função da economia, assim como a economia como uma função da lei, em uma relação recíproca que cria caminhos a serem trilhados. Nesse sentido, as leis e seus formatos acabam por impactar na trajetória econômica de um país, da mesma forma que a trajetória econômica desse país acaba por manipular as leis.

Pois bem, há diferentes abordagens institucionais e acepções sobre o que são instituições e, assim como faz Fonseca (2003), procurar-se-á para o trabalho que será realizado apreender aquilo que cada escola tem a contribuir para o objeto em análise, isto é, o

mercado Selic no Brasil⁹. Nesse sentido, faz-se possível utilizar a teoria institucionalista, em suas diversas concepções, para perceber como as políticas públicas e as diferentes institucionalidades resultam em comportamentos individuais e coletivos diversos e, em última instância, em variadas trajetórias e desempenhos do sistema econômico. Afinal, os institucionalismos, "[...] embora diferentes, não chegam a ser incompatíveis, sendo que nada impede sua utilização conjunta em um estudo [...], principalmente por enfatizarem aspectos relevantes que a amplitude e a riqueza que o termo *instituição* pode abarcar." (FONSECA, 2003, p. 135).

2.2 A PERSPECTIVA KEYNESIANA: DA MICRO À MACROECONOMIA

Conciliações entre as abordagens institucionalista e keynesiana não são raras e, ademais, são diversos os enfoques dados. A título de ilustração, Dillard (1980) apresenta a semelhança entre as conceituações do sistema capitalista como uma economia monetária da produção para Veblen e Keynes. Skidelsky (1994), Atkinson e Oleson (1998) e Minsky (1996) mostram as influências que o pensamento de Commons, destacado institucionalista, exerceu sobre Keynes¹⁰, a ponto de este autor apontar que “[...] aparenta-se a mim não haver outro economista cuja forma geral de pensar eu me sinto em mais acordo.” (*apud* SKIDELSKY, 1994, p. 229). Conceição e Ferrari Filho (2001) afirmam a possibilidade de conciliação da noção de incerteza entre pós-keynesianos e institucionalistas, principalmente no que concerne, dada a incerteza decorrente do caráter não ergódico da realidade, às instituições construírem um ambiente de negócios estável e, portanto, propício ao investimento privado. Podem-se ainda arrolar as contribuições de Pessali (2006), que confere ‘nanofundamentos’ de conteúdo teórico institucionalista ao comportamento expectacional dos empresários, notadamente no que toca ao estado das expectativas de longo prazo, bem como a de Conceição (2008), que debate como a teoria pós-keynesiana coaduna-se com as abordagens institucionalistas, em suas várias facetas.

Outros autores, bem como o próprio Keynes, tratam de instituições sem, contudo, usarem explicitamente a perspectiva institucionalista para substanciá-las. No *Tract on Monetary Reform*, Keynes (1971) argumenta que os hábitos do público e dos bancos

⁹ Inclusive por acreditar-se que o mercado não é autossuficiente nem autorregulado, indo de encontro à ideia neoclássica de mercado puro em que há alocação eficientes de recursos. Ele é, na realidade, determinado pela estrutura institucional das sociedades, o que significa que o "mercado apenas dá cumprimento às instituições predominantes" (CONCEIÇÃO, 2002a, p. 126).

¹⁰ Esse é um trecho de uma carta escrita por Keynes para Jonh R. Commons, 26 de Abril 1927, reproduzido em Jonh R. Commons *papers* (microfilme edição 1982), State Historical Society of Wincosin.

condicionam diferentes velocidades de circulação monetária levando, pelo menos no curto prazo, à inexistência da proporcionalidade entre variações no estoque de moeda e modificações nos preços, o que o permitiu refutar a Teoria Quantitativa da Moeda. Na *The General Theory of Employment, Interest and Money* (de agora em diante, GT), entre vários possíveis exemplos, Keynes (1964) mostra os hábitos como fatores subjetivos que condicionam a propensão média e marginal a consumir. Assim sendo, uma sociedade com hábitos avarentos enfrentaria dificuldades em alcançar o pleno emprego, pois teria grande disposição a poupar e, por consequência, pouca multiplicação dos investimentos. Minsky (1986, 1996) discute como a estrutura institucional do sistema capitalista pode implicar diferentes níveis de incerteza e instabilidade, principalmente sob a institucionalidade desregulamentada dos mercados financeiros modernos. A presença de contratos monetários é outra instituição relevante para a estabilidade do sistema econômico (DAVIDSON, 1972, 1991; DEQUECH, 2000).

A própria convenção, importante elemento utilizado pelos indivíduos para tomarem decisão (KEYNES, 1937, 1964), pode ser interpretada como um hábito e/ou instituição. Por sinal, esta interpretação sobre as convenções é feita por Crotty (1994) para demonstrar, respondendo à crítica de Coddington (1982), como a incerteza não impede que teorizações sejam feitas. Mesmo sem utilizar-se da teoria institucionalista, Crotty (1994) descreve como as convenções são mecanismos compartilhados e, portanto, institucionalizados que, por um lado, os agentes usam para decidir e que, por outro lado, dão estabilidade ao sistema econômico. Dequech (2004), neste sentido, argumenta como instituições formais assim como as informais – que não são dispostas em normativos formalmente deliberados – ajudam a reduzir a incerteza. Saliente-se que várias contribuições de Dequech (1997, 1999, 2000) e Terra e Goudard (2014), foram no sentido de explorar a relação entre incerteza, hábitos e instituições. Em específico, a próxima seção abarcará os conceitos de incerteza (epistemológica e ontológica), as relações delas com a unidade orgânica, a não ergodicidade e com o modelo de tomada de decisão apresentado por Keynes (1921), sendo que em todas as seções seguintes, a questão temporal e as expectativas são fundamentais.

2.2.1 Incertezas epistemológica e ontológica, unidade orgânica, não ergodicidade e o processo de tomada de decisão

A incerteza sobre os resultados futuros de uma decisão de investimento é inexorável. Por mais informações de curto prazo que o empresário conheça com mais ou menos certeza,

há sempre uma parte da decisão que se baseia em expectativas sobre uma demanda efetiva futura. Sob tais esperanças de longo prazo o empresário não pode ter nenhuma certeza, pois o futuro ainda está por ser criado. Resta-o, portanto, ter maior ou menor confiança sobre a demanda pelo produto ofertado. Mas, qual a natureza da incerteza? Seguindo-se Dequech (2004), existem dois tipos de incerteza: a epistemológica, referente à forma pela qual o agente conhece, e a ontológica, isto é, da realidade que se quer conhecer.

As bases que permitem considerarem-se os dois tipos de incerteza encontram-se nos escritos de Keynes. Por um lado, a epistemológica fundamenta-se na epistemologia que o autor desenvolveu no *Treatise on Probability* (doravante TP)¹¹, em 1921. Por outro lado, a incerteza ontológica pode ser percebida em Keynes a partir da noção de unidade orgânica¹² que é, posto de forma simples, o todo e suas partes serem interdependentes e reciprocamente causados de maneira que os sujeitos, ao agirem, alteram o todo para além daquilo que previram quando efetivaram suas decisões. Nesse particular, as contribuições de Davidson (1991, 1996) acerca do caráter não ergódico da realidade também fundamentam a incerteza ontológica.

De acordo com Dequech (2004), são chamadas teorias epistemológicas da probabilidade aquelas em que ela é uma propriedade do modo pelo qual o sujeito busca conhecer a realidade¹³. Nesta qualificação, a probabilidade diz respeito aos graus de crença racional ou, como denomina Moggridge (1976), crença racional parcial, em uma determinada proposição. Para ser racional, uma decisão precisa ser o resultado de um processo de raciocínio fundamentado no conhecimento, ainda que seja este prévio, incompleto e mutável. Por isso, Keynes (1921) argumenta que não podem ser consideradas racionais as proposições que decorram apenas da crença. Portanto, a base para acreditar-se razoavelmente em qualquer decisão tomada é o conhecimento.

Para Keynes (1921), o conhecimento decorre de um processo que envolve três etapas. Em primeira instância, tem-se o “[...] entendimento direto adquirido pela experiência,

¹¹ Não é exagero dizer que as interpretações sobre o TP formam uma literatura em si na teoria pós-keynesiana, como se pode apreender em Lawson e Pesaran (1985), O’Donnell (1989), Carabelli (1988), Bateman e Davis (1991), Gerrard e Hillard (1992), Cottrell (1993), Dequech (2000), Vercelli (2010), entre outros. No entanto, não é objetivo desta dissertação adentrar neste debate, assumindo um risco: tomar o TP como um modelo teórico dado ao assumi-lo como uma simplificação válida do objeto que se quer desenvolver, escapando, dessa forma, do debate *internum* sobre o TP.

¹² Keynes apropriou-se do termo a partir do filósofo George Edward Moore (TERRA, 2011).

¹³ É importante destacar que esta forma de se definir a incerteza epistemológica não é a conceituação que Davidson (1991, 1996) a da. Relacionando incerteza epistemológica – ou de conhecimento – às teorias da utilidade esperada, Davidson entende que ela é passível de cálculo, sendo, portanto, risco e não incerteza. Contudo, esta dissertação, tal qual outros autores, como Dequech (2004) e Vercelli (2010), assume incerteza epistemológica de forma diferente de Davidson. Neste particular, os primeiros capítulos do TP (1921, caps. 1 e 2) permitem anunciar a incerteza epistemológica conforme o uso nesta dissertação.

compreensão e percepção [...]” (KEYNES, 1921, p. 11). O entendimento direto não é conhecimento, mas, é o que a ele conduz. Pela absorção de evidências via entendimento direto chega-se à segunda etapa, o conhecimento direto – o conjunto de premissas. Destas, raciocina-se o conhecimento indireto – o conjunto de argumentos ou conclusões – terceira etapa do processo de obtenção do conhecimento. Assim, é possível denotar, como o faz Ferrari Filho (2006), que o conhecimento intuitivo é fundamental para a formação de uma crença racional. Afinal, consoante Keynes, a forma pela qual o sujeito interpreta aquilo que o circunda é fundamental na composição de suas escolhas.

A partir da referida lógica de obtenção do conhecimento, a probabilidade não é a inferência quantitativa de uma conclusão a partir de uma frequência de premissas. A probabilidade em Keynes (1921) é a relação lógica não demonstrativa e não mensurável entre as premissas e as conclusões¹⁴. Nestas condições, o termo provável refere-se ao grau de crença racional que se pode ter no argumento que se raciocinou das premissas. Por ser raciocinado de um conhecimento direto, o conhecimento indireto é objeto de crença racional e não apenas de crença. Nos limites da crença racional, estão dois casos especiais: em um extremo, há a certeza, em que não se tem um conhecimento *sobre* a, mas *da* conclusão e, no outro, vigora a ignorância completa sobre as premissas. Entre ambos os extremos encontram-se os diversos graus de crença racional que se pode ter em uma conclusão. Nesse sentido, seguindo-se Carvalho (1988), a preocupação de Keynes em observar como se pode qualificar uma determinada relação entre variáveis enquanto mais ou menos confiável, decorre da intenção de Keynes em compreender os parâmetros que comovem um indivíduo a uma decisão, ao invés de mensurá-la ou determiná-la como mais ou menos provável.

O grau em que a crença racional situa-se no gradiente de incerteza depende do peso do argumento, noção que também é alvo de controvérsias na literatura sobre o TP. Seguindo-se Vercelli (2010), Keynes apresenta três definições para peso do argumento. Na primeira delas, mais aceita no debate, o peso é o tamanho do conjunto de premissas do qual se chega à conclusão. Na segunda, o peso refere-se ao balanço entre o conhecimento e a ignorância relevantes à crença no argumento, cujo cotejamento dá-se pelas evidências que se somem às premissas. Na terceira, o peso diz respeito à completude do conhecimento das próprias evidências. Como se pode perceber, a terceira definição de peso do argumento diz respeito ao ‘quanto se conhece do que se conhece’ enquanto que as outras duas referem-se a um conhecimento pleno das premissas. O problema decorre de Keynes (1921, p. 10), no TP,

¹⁴ Por conta disso, Keynes (1921, cap. 1) referiu-se à probabilidade como uma relação lógica entre proposições em oposição à visão tradicional da probabilidade como inferência quantitativa entre frequência de eventos.

primeiro assumir que o conhecimento de uma proposição só ocorre se ele for verdadeiro, todavia, no mesmo TP, ao discutir “[...] a realização de decisões práticas [...]” (1921, p. 358), Keynes ressalta que “[...] o grau de completude da informação em que uma probabilidade se baseia parece ser relevante [...]”, de forma que o debate é sobre o grau em que se conhece a evidência¹⁵. Todavia, como mostram Runde (1990) e Vercelli (2010), antes de ser um problema, o aparente paradoxo é fundamental para a articulação entre o TP e a GT e para se sumarizar o modelo de tomada de decisão sob incerteza. Assim, pode-se destacar que as três definições são complementares, pois tratam da coleta de evidências, e de quão conhecidas elas são para um fim determinado: formar um conjunto de premissas que oferte maior confiança no argumento.

Em suma, a probabilidade para Keynes é o grau de crença racional que se terá em um conhecimento indireto alcançado partindo-se de premissas diretamente conhecidas. Quanto mais evidências forem somadas e mais completamente conhecidas elas forem, mais poderá o indivíduo acreditar em sua conclusão, seja confirmando-a, seja abandonando-a. Então, pergunta-se: como o processo de obtenção de conhecimento acima desenvolvido pode oferecer um modelo de tomada de decisão? Para responder-se à questão aproveita-se a lógica de formação de expectativas de investimento apresentada por Keynes (1964) na GT. Para definir o que esperar do futuro um empresário relaciona dois conjuntos de proposições: um, de evidências que ele conhece com mais ou menos certeza; outro, de eventos futuros em que ele possui maior ou menor confiança. Exercício semelhante vale para os indivíduos em geral: ao definirem se deixarão a poupança em forma líquida ou ilíquida, em parte, olha-se para o complexo de taxas de juros corrente e para o rol de informações disponíveis, ambos conhecidos com mais ou menos certeza. Em parte, dada a incerteza, cria-se uma expectativa sobre o comportamento futuro da taxa de juros.

Logo, o modelo de tomada de decisão que se pode abstrair do TP precisa absorver o comportamento dos indivíduos apreendido na GT e pode ser exposto como se segue: dadas suas capacidades inatas, os agentes têm entendimento direto, por meio de sensações, compreensões e percepções, do qual desenvolvem maior ou menor conhecimento direto acerca dos diversos objetos. Estes objetos se tornam evidências, ou seja, premissas que os indivíduos somam para raciocinarem uma decisão. Contudo, tais dados podem ser apenas parcialmente conhecidos e vários deles, no mais das vezes, de fato assim serão. O raciocínio

¹⁵ As razões para as diferenças de posição associam-se à novidade que Keynes atribui ao peso de argumento, o que o fez apresentá-lo como uma noção e não como um conceito (KEYNES, 1921, p. 78), bem como ao grau de abstração do debate, mais elevado no capítulo 6 do TP, em que estão as duas primeiras definições, em relação ao capítulo 26, em que se encontra a terceira.

de um conhecimento indireto baseado no conhecimento direto é a tomada de decisão: o ato de se chegar a uma conclusão, isto é, de se conhecer indiretamente. Os tomadores de decisão, portanto, baseiam-se em elementos mais ou menos conhecidos para raciocinarem além destas próprias evidências. Quanto maior o número e mais bem conhecidas forem as evidências a substanciar a decisão, maiores o peso do argumento e o grau de crença racional (ou o estado de confiança) nela, ou seja, menos incerta se entende ser a conclusão. Nesse contexto, papel importante pode se dar às convenções (conceito contíguo ao hábito compartilhado, ou seja, instituição), pois estas garantem uma evolução mais estável da dinâmica econômica¹⁶, que, por sua vez, impacta na tomada de decisão dos agentes (KEYNES, 1964).

Em menor nível de abstração a tomada de decisão reunirá elementos mais ou menos conhecidos, tais como os apontados por Keynes (1964, p. 147): “[...] o estoque existente dos diversos tipos de capital e do capital em geral, a força da demanda dos consumidores por bens que requeiram para sua maior eficiência uma relativamente maior assistência do capital.” Valem ainda nesta categoria, como mostra Keynes (1937), dados menos objetivos, como, por um lado, o apelo do público em geral de acreditar que o futuro repete, com tênues mudanças, o presente, a ponto de entender-se no momento atual um sumário do futuro ou, por outro lado e ainda mais importante, conhecerem-se as convenções, ou seja, a opinião média geral. Consoante Keynes, “[...] a psicologia de uma sociedade composta de indivíduos, cada qual intentando copiar os outros, leva ao que podemos denominar em termos estritos de julgamento *convencional*.” (1937, p. 214, grifos no original)¹⁷. Da união destas premissas mais ou menos conhecidas, o sujeito raciocina algo além, isto é, uma decisão.

Mesmo que bem se conheça um volume amplo de evidências, o conhecimento indireto (em outros termos, a decisão), envolve necessariamente uma parcela de suposição, pois, o ato de concluir algo é ir além das premissas reunidas. Esta é a imaginação presente nas escolhas segundo Shackle (1979), ou a criatividade consoante Davidson (1991, 1996) e Dequech (1999), ou a intuição para Keynes no TP bem como na GT. Este é um atributo inescapável para alcançarem-se relações de probabilidade entre premissas e conclusões ainda que, nas palavras de Keynes, “[...] o fato de que em última instância dependamos de intuição não precisa nos levar a supor que nossas conclusões não têm, por isso, base racional.” (1921, p. 77). Todavia, por que é necessário intuir-se, criar-se ou imaginar-se?

¹⁶ Claramente, a convenção pode também causar maior instabilidade. Por exemplo, uma convenção de psicologia de curtíssimo prazo na Bolsa de Valores, como colocado por Keynes (1964).

¹⁷ Há várias interpretações sobre o papel das convenções nas expectativas. Em particular, neste trabalho, entende-se a convenção como uma premissa que o indivíduo buscar apreender e entender para chegar a um conhecimento indireto, isto é, a uma decisão. Para mais, veja: Crotty (1994) e Dequech (1999).

Pois, o conhecimento indireto é sempre uma generalização que vai além da base de evidências da qual ele decorreu. Há uma lógica indutiva na forma pela qual, em geral, se conhece e, nesse particular, “[...] nosso conhecimento [...] é comumente alcançado indutivamente e compartilha a incerteza a que toda indução está sujeita.” (KEYNES, 1921, p. 95). Portanto, complementando-se a perspectiva de Davidson (1991, 1996) e de Dequech (2000, 2004), a incerteza decorre da lacuna de evidências para tomar-se uma decisão e, ademais, de o raciocínio seguir uma lógica indutiva, em que se constroem proposições conclusivas que vão além do conjunto de premissas da qual a conclusão partiu.

Em oposição, caso uma decisão tratasse do resultado do lançamento de uma moeda, não haveria nenhum resultado possível além de cara ou coroa, de forma que não seria racional concluir-se alguma decisão já não circunscrita nas premissas. No caso de uma decisão de investimento, por sua vez, embora se saiba com mais ou menos certeza o valor do salário mínimo, a demanda atual pelo produto, a taxa de variação da produção e das vendas nos últimos anos, é preciso ir além disto. Deve-se supor se a elasticidade de demanda do produto absorverá a oferta de uma nova fábrica, qual a reação dos concorrentes em termos de novos produtos e tecnologias, entre outras generalizações sobre as quais não “[...] se tem nenhuma base científica concreta para se calcular uma probabilidade que seja. Nós simplesmente não sabemos.” (KEYNES, 1937, p. 214).

A natureza epistemológica da incerteza, decorrente do raciocínio indutivo que generaliza decisões baseadas em informações insuficientes e não completamente conhecidas, é ainda agravada pela característica mutável da realidade que se precisa apreender e sobre a qual se agirá. A criatividade individual é capaz de transformar o todo constantemente, de forma que a incerteza também assume uma dimensão ontológica que, sobretudo, amplia a incerteza epistemológica, pois o ambiente se altera e, então, modifica os dados que disponibiliza ao indivíduo, nos quais ele se baseia para decidir.

Em relação à incerteza ontológica, Davidson (1991, 1996) argumenta que esta se refere aos tomadores de decisão saberem que eventos acontecem ao longo do tempo em que suas conclusões se efetivam, porém nada há no presente que lhes permita saber quais serão tais eventos e quais os seus resultados. A base desta conceituação, sintetiza Dequech (2004), deriva da perspectiva de que a incerteza é uma consequência de uma realidade que se altera e “[...] ela [a incerteza] possui, então, uma contraparte ontológica, dado que ontologia se refere ao estudo da natureza da realidade.” (DEQUECH, 2004, p. 368).

Podem ser apontadas duas características da realidade que implicam imprevisibilidade em sua trajetória histórica: por um lado, a unidade orgânica, por outro, a não ergodicidade. A

unidade orgânica é a inter-relação entre sujeito e todo em que há uma reciprocidade causal entre ação individual e movimentação sistêmica (guardadas as devidas diferenças, há similitudes com o conceito de causação cumulativa descendente proposto na perspectiva institucionalista). Desta forma, a ação da parte impacta o todo ao mesmo tempo em que repercute sobre as demais partes e, não obstante, ressoa no próprio tomador da decisão. O resultado dessa interdependência parte-todo é uma dinâmica em que os dados da realidade se alteram com frequência e, inclusive, de maneira intempestiva. Conforme Keynes¹⁸,

[...] nós enfrentamos a todo o tempo os problemas da Unidade Orgânica, da Discricionariedade, da Descontinuidade – o todo não é igual à soma das partes, comparação entre quantidades nos enganam, pequenas mudanças causam grandes efeitos e as hipóteses de uma continuidade uniforme e homogênea não são satisfeitas. (1933, p. 232-233).

Importa destacar que é perceptível uma ruptura nas visões de mundo de Keynes entre o TP e sua posterior crença na unidade orgânica. No TP, Keynes postula o atomismo como forma de conferir robustez e validade ao método indutivo. Nos *Essays on Biography*, originalmente publicado em 1933, o autor argumenta que o atomismo, que funcionara bem em questões relativas às ciências físicas, falhara nas ciências morais, que se relacionam ao comportamento humano, tal qual a economia consoante Keynes (1973). Todavia, tal ruptura não invalida o modelo de tomada de decisão baseado no TP. A unidade orgânica impõe como consequência o agravamento da incerteza enfrentada pelo tomador de decisão: ele precisa intuir um conhecimento indireto sobre uma realidade que é, perenemente, passível de mudança. Tal transformação é incontestável e, além disso, pode ser peremptória, a ponto de os sujeitos terem menores chances de reunir evidências sobre as quais tirem conclusões com menor grau de incerteza. Sabendo que suas atitudes repercutem para além daquilo que ele espera, o agente detém menor peso em seus argumentos, porque as premissas em que se ancora modificam-se com constância.

Soma-se à unidade orgânica, ademais, o caráter não ergódico da realidade, conforme destaca Davidson (1991, 1996). A não ergodicidade significa que as variáveis relevantes para a tomada de decisão não circundam pontos médios e desvios padrões que permitam cálculos de probabilidade baseados em eventos presentes e passados que sejam guias factíveis para o que ocorrerá no futuro. Logo, a realidade não ergódica implica “[...] que o futuro possa ser

¹⁸ A unidade orgânica é também adequada para análises abstratas, como questões de moral, tal qual apresentado por Keynes (1973, p. 436) “[...] o valor [dos estados da mente] depende, de acordo com o princípio da unidade orgânica, do estado das coisas como um todo, que não pode ser utilmente analisado por partes”.

permanentemente mudado em natureza e substância pela ação dos indivíduos, grupos (p. ex. cartéis, sindicatos) e/ou governos, geralmente por caminhos que não são plenamente antevistos pelos criadores de mudança.” (DAVIDSON, 1996, p. 482). Portanto, a realidade em seu tempo histórico é transmutável, irreversível e segue trajetórias impossíveis de serem *a priori* conhecidas, pois “[...] o futuro está por ser criado pela ação humana.” (DAVIDSON, 1991, p. 35).

Sendo a realidade uma unidade orgânica não ergódica, a criatividade individual impacta o todo, as percepções e ações criativas dos demais indivíduos, além de implicar reações destes às criatividades alheias. A intensa reciprocidade causal decorrente da unidade orgânica relaciona-se imediatamente com a velocidade e com a intensidade das mudanças pelas quais a realidade incorre. Assim, torna-se impossível a geração de dados sobre os quais se pode fazer cálculos – em termo quantitativos, de fato – dos resultados futuros. Nesse particular, resgatando-se a incerteza epistemológica, as evidências que se constituem enquanto conhecimento direto mais ou menos certo para os agentes acabam por também se modificarem *pari-passu* à mutação da realidade. As bases para o conhecimento indireto, ou seja, para os argumentos decisórios, tornam-se mais precárias. Tomando como exemplo uma decisão de investimento, quanto mais distante no tempo a concretização dela se efetivar, mais incerta, epistêmica e ontologicamente, ela é, pois, o conjunto de evidências em que se sustenta a conclusão, é menor e menos conhecido.

Porém, como mostra Keynes (1964, cap. 18), embora o sistema seja sujeito a inflexões repentinas, ou seja, à crises, via de regra ele não percorre trajetórias explosivas, permanecendo em estados subótimos. Nesse particular, Davidson (1996) destaca o papel das instituições como mecanismo que confere estabilidade ao sistema econômico ao longo do tempo. Portanto, articulando-se com a abordagem institucionalista, as instituições importam, uma vez que a ampliação do peso do argumento que elas viabilizam, reduz a incerteza inerente à tomada de decisão. Neste sentido, hábitos e instituições reduzem a incerteza¹⁹, tanto epistemológica quanto ontológica, e, então, é possível explorar uma articulação entre o *approach* keynesiano e o neoinstitucionalista, especialmente por ambos tratarem – ainda que tenham pontos de partida diferentes – das dimensões e dos conceitos até aqui trabalhados. Na seção seguinte uma análise do funcionamento das economias monetárias da produção, a forma pela qual os agentes escolhem os ativos e, sobretudo, o *modus operandi* das políticas econômicas prescrito pela perspectiva keynesiana, será descrita.

¹⁹ Da mesma forma, importante destacar que instituições também podem aumentar a incerteza. Estas podem ser vistas como *imbecile institutions*.

2.2.2 Economias monetárias da produção, composição de portfólio de ativos e *modus operandi* das políticas econômicas

As economias capitalistas são, consoante Keynes (1979), economias monetárias da produção. Isto, pois estas estão inerentemente sujeitas a trajetórias históricas cíclicas, com subsequentes momentos de expansão e de contração da riqueza social. Nesse contexto, a função das políticas econômicas propostas por Keynes é estabilizar os ciclos econômico, possibilitando uma dinâmica estável do sistema e, como consequência, evitando diminuições na riqueza social, as quais, inexoravelmente, trazem consigo desemprego involuntário à sociedade.

Como característica essencial dessas economias, tem-se que a moeda é um ativo desejado, pois é capaz de resguardar mudanças nas expectativas dos agentes, uma vez que reserva poder de comando sobre a riqueza social ao longo do tempo, possuindo liquidez máxima para saldar as transações econômicas (FERRARI FILHO; TERRA, 2012). Nesse sentido, ao contrário da teoria neoclássica, que concebe a moeda apenas como intermediário no processo de trocas, Keynes confere, em suas principais obras, importância essencial à moeda para a explicação da dinâmica das economias capitalistas.

Ainda, a instabilidade cíclica nos níveis de emprego e produto sempre foi uma das preocupações de Keynes (FERRARI FILHO, 2006), sendo que a moeda e as expectativas têm papel fundamental, já que, em última instância, "[...] uma economia monetária [...] é essencialmente uma economia em que mudanças de ponto de vista sobre o futuro são capazes de influenciar o volume de emprego." (KEYNES, 1964, p. 7). Dito de outro modo, em economias monetárias a moeda, por conectar o presente e o futuro, nunca é neutra e influencia o comportamento da economia. Não por menos, para Keynes, o empresário, em sua iniciativa de ampliar sua riqueza, baseia suas expectativas de longo prazo em fatos conhecidos com mais ou menos certeza e de eventos futuros que podem ser previstos com maior ou menor grau de confiança. O grau de crença do empresário nos elementos que desconhece, isto é, seu estado de confiança, depende não só do prognóstico mais provável que se possa formular ao analisar o passado e o presente, mas também da confiança com que se faz esse prognóstico.

Circunscrito a esse ambiente, o empresário somente investe quando possui expectativas de longo prazo que lhe são animadoras o suficiente para superar, por um lado, a desconfiança acerca dos resultados futuros de suas apostas presentes e, por outro lado, a quase renda que ativos financeiros com taxas de juros prefixadas lhe oferecem. Esta aposta é o dilema em que vive o empresário, afinal ele precisa decidir em que investirá sua riqueza,

sabendo que esta decisão é irreversível e pode lhe implicar a perda de comando sobre o produto. Ela, apesar de racional, é bastante incerta e depende, em certo grau, do *animal spirits*, já que "[...] provavelmente não haveria muitos investimentos como mero resultado de cálculos frios [...]" (KEYNES, 1964, p. 150).

Logo, as expectativas apresentam-se como influência determinante sobre a eficiência marginal do capital (EfMgK) e, por conseguinte, sobre o volume de investimento, de emprego e de renda. Ainda, a riqueza social somente será aumentada e, de alguma forma distribuída, se o ânimo dos empresários validar suas decisões de mobilizar moeda em novos empreendimentos (FERRARI FILHO; TERRA, 2012). Se isso não ocorrer, ou seja, a demanda efetiva pela sua produção não se efetivar ou se o *animal spirits* para despendar moeda em processos produtivos não ocorrer, reinando sobre o empresário a preferência pela liquidez da moeda, a consequência direta é o constrangimento da produção de renda e riqueza, bem como o aumento do desemprego involuntário. Nesse sentido, a depender da forma pela qual a preferência pela liquidez (ou seja, a demanda por moeda) dos empresários for condicionada pelas expectativas deles sobre o futuro, movimentos de substituição das formas de riquezas são induzidos.

Ainda, a taxa de juros, que pode ser vista como a recompensa da renúncia à liquidez, é, para Keynes (1964, 1976), fundamental. Por um lado, ela relaciona o lado real e o financeiro da economia, representados pela circulação industrial e circulação financeira, respectivamente. Por outro lado, representa um papel especial na fixação de um limite ao volume de emprego, uma vez que dita o nível que deve alcançar a eficiência marginal de um bem de capital para que se ele se torne objeto de nova produção. Logo, ao produzir, a taxa de juros é um preço básico que é analisado e, sendo assim, ela (como a preferência pela liquidez) acaba por impactar nos preços relativos e nos níveis de produção e investimento – portanto, de curto e longo prazos. Nesse sentido, a escolha dos ativos (e, nesse bojo, inserem-se também os títulos públicos) é algo importante e faz-se necessário compreender quais elementos determinam a precificação destes ativos.

Há quatro atributos que os diversos tipos de bens possuem em graus diferentes:

- a) valor de mercado do ativo;
- b) rendimento esperado;
- c) custo de conservação do ativo;
- d) prêmio de liquidez (respectivamente representados por a , q , c e l).

Logo, em geral o preço do ativo é $a + q - c + l$, que é basicamente a taxa de juros definida em termos correntes, no qual a preferência pela liquidez é expressa em termos do

trade-off entre o retorno monetário ($a + q - c$) e o prêmio de liquidez da moeda (l). A moeda diferencia-se dos outros bens ao possuir rendimento nulo, custo de manutenção insignificante e máximo prêmio de liquidez, uma vez que suas elasticidades de produção e substituição são nulas. Além de, como dito, representar um elo com relações reais através dos contratos e de se constituir na defesa contra a incerteza acerca do futuro. Afinal, é a presença da incerteza quanto ao futuro que confere significado e sentido à retenção da moeda e à existência de contratos futuros e a termo. Ademais, via preferência pela liquidez, Keynes dá ênfase ao caráter volátil da demanda por moeda gerada pela inter-relação entre mercado monetário e mercado organizado de demais ativos financeiros.

Segundo Davidson (1994), a existência de moeda e sua expressão em contratos é o que serve de alicerce para a ponte que se busca construir, no presente, em relação ao comando da riqueza, no futuro. Sendo a taxa de juros básica de um país alta, é patente que ela influenciará na atividade econômica, induzindo a especulação (e, logo, a instabilidade) e inibindo o investimento produtivo, criador de emprego e renda, pois influencia na escolha dos ativos, demonstrando, assim, a importância do sistema financeiro na dinâmica da economia capitalista, especialmente no que diz respeito ao financiamento do desenvolvimento, como será visto. Afinal, a moeda é a forma que se contabiliza a riqueza e ela tem como paralelo, no mundo financeiro, ativos financeiros que, por sua vez, possuem taxa de juros que têm efeito psicológico sobre os agentes econômicos, influenciando suas expectativas. Quanto maior a taxa de juros, maior os recursos destinados à circulação financeira *vis-à-vis* a industrial (e vice-versa).

Em suma, a dinâmica do sistema econômico depende de elementos pouco materiais como expectativas, preferência pela liquidez e taxa de juros. Logo, é importante que haja instituições e políticas que subsidiem as expectativas empresariais, a bem de se ter uma trajetória estável dos níveis de produto e emprego. Essa instituição, por excelência, é o Estado, e tem a política econômica como instrumento para manutenção da demanda efetiva e indução ao investimento produtivo (TERRA; FERRARI FILHO, 2012). A orientação estatal proposta por Keynes, nesse sentido, baseia-se tanto na construção de um arcabouço institucional favorável aos negócios privados, tal qual em Conceição e Ferrari Filho (2001), quanto pela operacionalização de políticas econômicas que auxiliem na redução da incerteza pertinentes às expectativas empresariais.

Coordena-se a atividade econômica, assim, “[...] em sintonia-fina com aquilo que for necessário para cooperar com a iniciativa privada.” (TERRA, 2011, p. 32), fazendo com que a socialização dos investimentos, tal qual proposta por Keynes, seja uma participação ativa do

Estado na economia, por meio de políticas econômicas consonante com o conjunto de instituições que sinalizam aos empresários a existência de demanda efetiva para sua produção. Assim, as proposições keynesianas passavam pela regulação do capitalismo, necessariamente conduzida pelo agente público, em oposição ao *laissez-faire* (KEYNES, 1972), uma vez que este tipo de lógica não levaria a conciliação entre os interesses individuais com os sociais. Indo nessa direção é que Keynes apresentou, ao longo de sua vida, inúmeras propostas de reformas do capitalismo, sobretudo em relação à política monetária e fiscal. Resta apresentá-las.

Por parte da política monetária, deve-se coibir, por exemplo, que a taxa de juros básica da economia seja elevada inibindo, assim, investimentos produtivos (TERRA; FERRARI FILHO, 2012), como destacado acima. Dessa forma, cabe à AM evitar que o desvio de recursos da circulação industrial ocorra além do necessário à manutenção da estabilidade econômica, já que, pela comparação entre os diversos ativos e suas remunerações, os agentes podem acabar destinando recursos à circulação financeira, que não só não expande diretamente a atividade econômica, como pode aumentar a disposição do sistema à instabilidades, tal qual em Minsky (1986). Nesse sentido, Carvalho (1994) destaca como a política monetária pode atuar na determinação da composição de portfólio dos agentes e, logo, na decisão destes. Segundo o autor,

[...] é neste sentido que se constrói a pirâmide invertida que caracteriza a visão keynesiana da relação entre a moeda e os demais ativos financeiros [...]. No vértice está a moeda legal, e sobre esse vértice se apóiam os outros ativos, em camadas sucessivas, definida cada uma pelos arranjos institucionais que estabelecem as regras de conversibilidade entre os grupos [...] e pela relação entre as taxas de retorno obtidas em cada coleção de ativos. (CARVALHO, 1994, p. 43-44).

Para além, taxa de juros baixas fazem com que as finanças públicas do país não sejam engessadas por um alto custo de rolagem da dívida pública, viabilizando, dessa forma, uma maior autonomia da política fiscal para realizar políticas contracíclicas sem a necessidade de incursão em déficits públicos. Nesse sentido, as políticas econômicas, para Keynes, devem ser ativas e com caráter contracíclico, tanto em nível doméstico quanto, se possível, em nível internacional, tal como o *Internacional Clearing Union* (FERRARI FILHO, 2006). A lógica operacional das políticas econômicas keynesianas é que elas auxiliem a manutenção da demanda efetiva em níveis tais que as trajetórias da produção, do emprego e da renda assumam tendências estáveis.

No entanto, não se esgota apenas na política monetária. Pelo contrário, desde o *Tract on monetary reform*, de 1924, Keynes (1971) já desconfiava da capacidade de a autoridade monetária influenciar, sozinha, o sistema econômico em função de seus impactos indiretos sobre os agentes e, por consequência, sobre a atividade econômica, sobretudo em momentos de desconfiança generalizada e *armadilha da liquidez*²⁰. Apesar de importante, uma política econômica com instrumentos meramente monetários não é suficiente para manipular completamente a base monetária ou estimular o investimento produtivo de longo prazo e reduzir a instabilidade do sistema financeiro, globalizado e desregulamentado. Nesse particular, na *Teoria Geral*, Keynes afirma que,

Da minha parte sou, presentemente, algo cético quanto ao êxito de uma política meramente monetária orientada no sentido de exercer influência sobre a taxa de juros. [...] ainda mais considerando-se que, provavelmente, as flutuações na estimativa do mercado de eficiência marginal dos diversos tipos de capital, calculada na forma descrita antes, serão demasiado grandes para que se possa compensá-las por meio de mudança viáveis na taxa de juros. (KEYNES, 1964, p. 164).

Nesse sentido, fica clara a necessidade de novos instrumentos de política econômica para além dos convencionais mecanismos fiscais, monetários e cambiais. Nesse particular, é possível buscar formas de se evitarem os desequilíbrios financeiros, que, em inflexões cíclicas repentinas, causam consequências no lado real da economia, como as reduções nos níveis de produto, emprego e renda.²¹ Fica mais evidente ainda a incapacidade da política monetária, pois existem momentos em que esta pode contribuir pouco para a expansão da demanda efetiva, uma vez que esta atua de forma indireta ao depender da preferência pela liquidez dos agentes e da forma pela qual ela é afetada pelas modificações nas taxa de juros dos diversos ativos.

Assim, é possível tratar da política cambial. As proposições teóricas de Keynes vão na direção da articulação de uma taxa de câmbio administrada para assegurar o equilíbrio externo e a estabilidade dos preços, deixando clara essa ideia em sua *Internacional Clearing Union* (KEYNES, 1980), a partir de um arranjo cambial fixo, mas alterável de acordo com as conjunturas, a fim de se reduzir as incertezas sobre os preços futuros dos ativos e bens

²⁰ Para mais, veja Krugman (2000).

²¹ Um exemplo a se destacar é a política macroprudencial, utilizada de forma mais intensa no Brasil a partir de 2010. Para saber mais, veja Goudard e Terra (2015).

tradeables, por exemplo. Ademais, o câmbio fixo administrado dar-se-ia no sentido de permitir, segundo Ferrari Filho e Terra (2012):

- a) autonomia das políticas econômicas domésticas;
- b) maior facilidade de ajustamento do Balanço de Pagamentos (BP) em momentos de crise;
- c) redução do efeito *pass-through*, o que leva a utilização da taxa de juros para atrair poupança externa, levando à inibição dos investimentos produtivos, bem como ônus à política fiscal.

Buscava-se, para além, um patamar mais estável ao decorrer do tempo, a bem do fornecimento aos empresários de informações mais constantes, que ampliassem seu grau de confiança em relação ao futuro.

Finalmente, em relação ao setor externo, Keynes preocupou-se em viabilizar simetrias de equilíbrio entre as relações comerciais dos países. Para tanto, enfatizava a ideia de que as taxas de câmbios dos diversos países deveriam alterar-se de forma ordenada e convencionada, e não a partir dos interesses de um país. E não por menos Keynes propôs a implementação de um organismo coordenador multilateral que zelasse para que os desequilíbrios comerciais fossem automaticamente compensados a partir de uma moeda de aceitação universal, de forma que os países deficitários não ficassem reféns da necessidade de atração de capitais via altas taxas de juros para financiar seu BP²² (TERRA, 2011). Nesse sentido, controles dos fluxos de capitais também poderiam ser impostos.

Apesar da importância das políticas monetária e cambial, a política de maior visibilidade em Keynes é a fiscal. Isto, pois ela possui um canal direto sobre a demanda agregada – mais especificamente, sobre o consumo e investimento. Ainda, a política fiscal tem o papel de ancorar as expectativas dos empresários acerca da demanda efetiva futura pelo produto que eles se dispõem a oferecer. Nas palavras de Keynes,

Encontrando-se o Estado em situação de poder calcular a eficiência marginal dos bens de capital a longo prazo e com base nos interesses gerais da comunidade, espero vê-lo assumir uma responsabilidade cada vez maior na organização direta dos investimentos. (KEYNES, 1964, p. 164).

A política fiscal apresenta-se, segundo Terra e Ferrari Filho (2012), por um lado, na forma de administração dos gastos públicos e, por outro lado, na política de tributação. Essa

²² Uma proposta como essa, se fosse válida, teria mudado drasticamente a realidade do Brasil na década de 1980 e entre 1994 e 1999, nos anos de câmbio fixo.

última tem o objetivo de permitir que políticas de renda sejam realizadas, possibilitando a realocação da distribuição desigual da renda, seja tributando a renda ou heranças, por exemplo (KEYNES, 1940, 1988)²³. Ademais, busca viabilizar as fontes de recursos para o financiamento da política de gastos públicos, que, na perspectiva de Keynes, constitui-se em dois orçamentos: o corrente e o de capital. O primeiro refere-se ao fundo de recursos necessários ao fornecimento de serviços públicos à população (saúde, educação, segurança, etc.). Consoante Keynes (1980), o orçamento corrente, apesar de importante e possibilitar a estabilização automática dos ciclos, deveria ser sempre superavitário ou, no limite, equilibrado. Já o orçamento de capital é aquele em que se dão as despesas públicas referentes a investimentos produtivos do Estado, especialmente para a manutenção da estabilidade no sistema econômico, podendo ser deficitário, desde que hajam superávits do lado do orçamento corrente que possibilitem seu financiamento.

Com o orçamento de capital, é possível ampliar os níveis de demanda agregada, emprego e produto da economia (FERRARI FILHO; TERRA, 2012). Vale dizer, contudo, que esse investimento deve servir como parâmetro ao empresário, servindo como informações adicionais, aumentando o grau de crença racional e reduzindo sua incerteza. Ainda, tais investimentos devem ser complementares ao investimento privado, nunca rivais, pois pode-se redundar em desconfiança e desestímulo de competitividade (CARVALHO, 1999). A ideia é que os gastos de capital são, por si só, construtores do seu próprio superávit primário ao longo do tempo via efeito multiplicador. Basta que, no curto prazo, não se incorra em déficit corrente, dado que os superávits demandados no orçamento corrente financiam eventuais déficits no orçamento de capital. Para além, o próprio retorno dos investimentos públicos tendem a, no longo prazo, equilibrar o próprio orçamento de capital²⁴.

Nesse sentido, segundo Keynes, a tarefa do estabilizador automático seria prevenir largas flutuações, seja para cima ou para baixo, de um programa estável e contínuo de investimentos de longo prazo, reduzindo a amplitude potencial de flutuação para limites muito mais estreitos (KEYNES, 1980). Isso se daria pelo incentivo à demanda efetiva, quando esta se mostrasse insuficiente, ou ao arrefecimento do crescimento, quando esta se mostrasse excessiva. Fica claro, assim, que a política econômica não é apenas uma política em momentos de crise, mas uma política que evite crises. Aqui, a famosa expressão ‘é melhor prevenir do que remediar’ cabe bem, o que não impede de, caso necessário, remediar.

²³ Por sinal, Keynes via como importante função do próprio Estado a redistribuição de renda, algo que poderia levar a níveis mais estáveis e maiores de demanda agregada (CARVALHO, 2008a).

²⁴ Fica claro assim que, diferente do colocado por alguns autores, Keynes visava o equilíbrio do orçamento público, e não o desajuste fiscal. Gasto público, nesse sentido, é muito diferente de déficit público.

Fica patente, até aqui, o papel fundamental dado ao gasto com o investimento na perspectiva keynesiana. Em termos da dinâmica da demanda agregada, é possível concentrar-se em três aspectos, tal qual Terra (2011):

a) o estoque acumulado de riqueza na sociedade depende essencialmente das decisões de investimentos dos empresários;

b) o aumento inicial da riqueza, em decorrência da passagem de recursos de um indivíduo para outros no ato de investir, é capaz de gerar um circuito de gastos e, então, novos aumentos de renda por meio do efeito multiplicador dos investimentos (CARVALHO, 2008; FERRARI FILHO, 2006);

c) em conjunto, amplia-se o estado de confiança dos empresários de que suas apostas irão se concretizar em receitas futuras que remunerarão os gastos já efetivados.

Em suma, fica visível, *à la* Keynes, que é necessário que as políticas macroeconômicas possuam harmonia, excluindo, assim, possibilidades de subordinações e reduções de eficácia e independência. Desta forma, as políticas macroeconômicas proativas por parte do Estado podem atuar de melhor maneira como garantidoras de um ambiente propício ao investimento produtivo em meio à incerteza e mantenedoras de níveis satisfatórios de demanda efetiva, produto e emprego, agindo enquanto fatores contracíclicos do sistema econômico. Afinal, tais políticas servem como regras e convenções sobre as quais o agente se apoia, pois permitem aumentar seu grau de confiança. Por isso, regras de condução das políticas econômicas são fundamentais, afastando-se de casuísmos de momento. Nesse bojo, a administração da dívida pública é parte integrante.

O papel contracíclico das políticas macroeconômicas keynesianas é fundamental, pois, não há qualquer tendência endógena à recuperação, quando há expectativas desfavoráveis ao crescimento, gerando desemprego. Pelo contrário, a possibilidade é de que se tenha uma realimentação do pessimismo. Assim, cabe ao governo ampliar seus gastos em investimento, de modo a expandir a demanda agregada no curto prazo e, no médio prazo, contribuir para a melhora das expectativas de lucro das empresas, motivando, com isso, a recuperação dos investimentos privados (CARVALHO, 1995). Ainda, outro ponto fundamental encontrado na perspectiva keynesiana e pós-keynesiana diz respeito ao financiamento do desenvolvimento, o qual é essencial para a análise do objeto principal desta dissertação, o mercado de dívida pública e, de modo mais amplo, o sistema financeiro. É sobre isso que a próxima seção tratará.

2.2.3 O financiamento do desenvolvimento econômico

Como visto, numa economia monetária da produção, a ação empresarial objetiva o lucro, sendo a incerteza e o tempo histórico irreversível inexoráveis. É nessas condições, almejando possuir mais riqueza no futuro, que os empresários abrem mão de sua riqueza presente, sem ter, entretanto, a capacidade de antecipar o que o porvir lhe reserva. Essa atitude pode, por sua vez, gerar emprego, criar renda e ampliar a riqueza. O ponto a se destacar é que não é diferente com o sistema financeiro, facilmente visualizável a partir de uma empresa específica: os bancos, determinantes nas decisões de investimento das demais firmas e, em última instância, do ciclo econômico. Assim, os agentes que pertencem ao sistema financeiro têm, da mesma forma, preferência pela liquidez com base em suas expectativas sobre um futuro incerto. Esta, por sua vez, determina a oferta de moeda e, logo, a decisão de investimento dos bancos acaba por ter “[...] impacto decisivo sobre as condições de financiamento da economia e, conseqüentemente, sobre o nível de gastos dos agentes, afetando as variáveis reais da economia, como produto e emprego.” (PAULA, 2014, p. 2).

Nesse sentido, fica nítida a importância do sistema financeiro no papel de financiamento do crescimento econômico, via sistema de crédito. Por sinal, a abordagem keynesiana é bastante distinta da convencional, que vê os bancos apenas como intermediários financeiros facilitadores do encontro entre poupadores e tomadores de recursos, sem ânsias de crescentes lucros e que, logo, não precisam atuar ativamente para alcançá-los. Pelo contrário, os bancos criam moeda sem a necessidade de poupança *ex-ante*²⁵ atendendo a demanda por *finance* das empresas que desejam investir produtivamente, inclusive acima das reservas preexistentes (STUDART, 1993, 1995-1996). Esses recursos, por sua vez, transformarão em máquinas, equipamentos e salários, viabilizando a expansão da produção. As raízes dessa visão encontram-se no estudo da moeda (e sua oferta endógena) e do crédito no *Treatise on Money* de Keynes (1976), em que desenvolve-se o embrião da teoria da endogeneidade da moeda, assim como, posteriormente, na relação entre financiamento, poupança e investimento, destacando o papel dos bancos na provisão de liquidez necessária para a realização de investimentos (PAULA, 2013).

A forma pela qual os bancos administram seu balanço se dá igualmente aos outros agentes da economia. Há uma análise dos ativos existentes (inclusive a moeda), tal qual o

²⁵ Pelo contrário, é o financiamento do investimento que possibilita a criação posterior da renda através do efeito multiplicados. Nesse sentido, a poupança agregada representa, segundo Studart (1993), um subproduto desse mesmo processo multiplicador.

descrito na seção anterior baseando-se no capítulo 17 da GT. Com isso, precifica-se o investimento, considerando a relação entre a quase renda do ativo e sua liquidez, dada a expectativa de futuro que possuem. Num momento com expectativas animadoras, opta-se por ativos de maior rentabilidade, maior prazo e menor liquidez. Em momentos de reversão de confiança, reduz-se a oferta de moeda, compondo carteira de ativos de menos remuneração, porém mais líquidos e de menor prazo. Nesse sentido, há uma característica bastante importante do sistema financeiro para a dinâmica do produto nas economias capitalistas: sua natureza pró-cíclica. Afinal, são as expectativas dos bancos, por exemplo, que definirão a intensidade da administração de seu balanço: em momentos de elevado estado de confiança, decisões mais arriscadas e alavancadas são tomadas, pois há redução das percepções de risco, o que pode levar a um *boom* econômico. A depender da reversão desse quadro, pode haver uma fuga pela liquidez, levando a uma crise e recessão. Assim, a atividade do sistema financeiro não apenas se mostra pró-cíclica, como induz o ciclo, pois, “[...] tal qual uma profecia autorrealizável, se os bancos creem que o ciclo passará a ser descendente, eles promovem a descendência.” (TERRA, 2014, p. 821). Com isso, o desenvolvimento dos mercados financeiros e instituições não se dá a reboque, respondendo passivamente ao crescimento econômico e industrialização, mas, pelo contrário, é parte crítica e inerente ao processo de crescimento.

Nesse particular, cabe a análise da fragilidade financeira de Minsky (1986) para saber qual será a magnitude do *boom* ou da recessão. Para o autor, o sistema financeiro encontra-se em uma situação de fragilidade financeira perene, em que os agentes se situam em posições mais ou menos frágeis, as já bastante conhecidas estruturas financeiras *hedge*, especulativo e *Ponzi*. Uma frustração de expectativas, por exemplo, pode fazer com que as firmas se tornem insolventes e o sistema financeiro caminhe para uma crise sistêmica. Quanto menor a margem de segurança entre o compromisso financeiro assumido e a renda esperada, mais vulnerável estão os agentes, o sistema financeiro e a economia.

Minsky (1986) destaca que a intensificação da fragilidade financeira, ou seja, a redução da margem de segurança, não decorre apenas de fatores exógenos, mas resulta especialmente das características próprias da economia. Assim, o risco se torna sobretudo endógeno, e, não sendo os lados real e monetário estanques, abalos no sistema financeiro são potencialmente promotores de crises econômicas. Alterações repentinas nas expectativas, aumento de custo de investimento ou operacionais, redução dos rendimentos correntes, mudanças nas variáveis macroeconômicas (sobretudo a taxa de juros, implicando diferentes

preferências pela liquidez), dentre outros fatores causais, pode levar um agente de uma posição *hedge* a *Ponzi*, por exemplo, sem nenhuma aquisição de nova dívida.

Por outro lado, a dinâmica microeconômica do sistema financeiro pode conduzir a um comportamento macroeconômico profícuo, ou seja, de desenvolvimento. Especificamente, o circuito *finance*-investimento-poupança-*funding* serve enquanto tipo ideal da ação bancária a bem do financiamento das inversões produtivas. Seguindo-se Studart (1995-1996), a conjunção entre a ação dos bancos, a forma como essas operações repercutem sobre a atividade econômica e a fragilidade financeira em que se encontra a economia pode levar a atuação ideal do sistema bancário, sumarizada, pelo autor, no conceito de funcionalidade do sistema financeiro. Assim, a eficiência do setor financeiro não é definida apenas por indicadores microeconômicos (volume e custo dos fundos mobilizados – avaliação do desempenho do *finance* e *funding*), mas também, e principalmente, pelos efeitos macroeconômicos de seu funcionamento. Nesse sentido, é possível dizer que há uma dimensão de Keynes (resolver o problema de financiamento dos investimentos) e uma dimensão de Minsky (redução da fragilidade financeira) envolvida no conceito de funcionalidade do sistema financeiro:

Um sistema financeiro é funcional para o processo de desenvolvimento quando ele expande o uso de recursos existente no processo de desenvolvimento econômico com um mínimo aumento possível na fragilidade financeira e outros desequilíbrios que possam deter o processo de crescimento por razões puramente financeiras. (STUDART, 1995-1996, p. 284).

A ideia do circuito *finance*-investimento-poupança-*funding* é que, o empresário, ao investir, tem de satisfazer-se em dois pontos: primeiro, na obtenção de financiamento (*finance*) de curto prazo suficiente durante o período de produção do investimento; segundo, que possa eventualmente consolidar, em condições satisfatórias, suas obrigações de curto prazo através de emissões de títulos de longo prazo. No meio do circuito encontra-se o investimento, possibilitado pelo *finance*, e o resíduo dele proveniente, a poupança, que possibilita o *funding* (KEYNES, 1937; STUDART, 1993, 1995-1996; CARVALHO, 1997). Porém, num mundo temporal e incerto tal qual o keynesiano, mesmo após o desenvolvimento completo do multiplicador, o *funding* está condicionado, segundo Davidson (1986), pela propensão do público a adquirir títulos de longo prazo ou ações ao longo do processo de multiplicação de renda.

Essa análise, destarte, aponta a necessidade de um ambiente institucional favorável ao crescimento financeiramente estável, sobretudo a partir da existência de mecanismos de

financiamento de longo prazo, que nem sempre são capazes de serem desenvolvidos via forças naturais de mercado ou pela simples desregulamentação do mercado financeiro. Especificamente, uma infraestrutura institucional que permita a diversão dos ativos colocados à disposição e possibilite a administração de estruturas passivas e ativas com diferentes horizontes de maturação (descasamento temporal). Ou seja, como desdobramento da hipótese de fragilidade financeira minskyana (MINSKY, 1986), a existência de canais de consolidação financeira pode ser uma das possíveis formas de reduzir o risco de instabilidade que levariam à inflexões repentinas nos níveis de emprego e renda (STUDART, 1993, 1995-1996), pois reduz o hiato temporal entre financiamento e maturação do investimento em um ambiente incerto.

Assim sendo, independente da institucionalidade que se tenha uma economia, seja *capital market-based system* ou *credit-based financial system* (público ou privado), tal qual delineado por Zysman (1983), o sistema financeiro tem papel crucial para o desenvolvimento econômico a partir do financiamento do investimento, pois este pode permitir um ritmo de acumulação à um nível superior àquele que seria viável pela simples acumulação de poupanças prévias (PAULA, 2013). Sobretudo quando se consegue desenvolver um mercado secundário que favoreça a liquidez dos ativos de diversas maturidades, inibindo, ao mesmo tempo, que esse mercado se torne uma espécie de cassino, como chamou Keynes (1964), em que o fetiche da liquidez prevalece em detrimento dos investimentos de longa maturação. Afinal, Keynes (1964) aponta que os investimentos financeiros contribuem com o produtivo, pois permitem que os indivíduos revejam mais constantemente suas aplicações e reduzam a insegurança dada pela imprevisibilidade do futuro. Porém, se por um lado tais instrumentos permitem maior facilidade para investir e uma mais constante apreciação dos investimentos já feitos, por outro lado o sistema financeiro para ganhos rápido, em função da liquidez que apresenta, contribui para agravar a instabilidade do sistema econômico.

Em relação ao financiamento do desenvolvimento, fundamental é aquele relacionado às inovações tecnológicas. As contribuições de Nelson (2002, 2008) e Nelson e Winter (1982), dentro da perspectiva neoschumpeteriana, vão exatamente no sentido de compreender como as instituições auxiliam a implementação de mudanças tecnológicas. Como se sabe, para Schumpeter (1947), o progresso tecnológico é o fator causador do desenvolvimento econômico e aspectos extraeconômicos, como fatores jurídicos, políticos e institucionais são limitadores ou expansivos da capacidade inovativa das empresas (POSSAS, 2006). Nesse ponto, inclusive as inovações financeiras realizadas pelas instituições bancárias e não bancárias podem ser vistas como mudanças tecnológicas que impactam no financiamento

Dosi (1988). Assim, a ausência de fontes perenes e acessíveis de financiamento de pesquisa e desenvolvimento (P&D) é um empecilho ao crescimento do produto, dificultando o *catching-up* de diversos países: “Logo, o desenvolvimento não deve contar apenas com um sistema financeiro funcional ao investimento já consolidado, mas que também se atenha às ideias inovadoras que sejam, em alguma medida, economicamente viáveis.” (TERRA, 2014, p. 823). Vale dizer, no entanto, que quando as inovações do sistema financeiro têm perfil por demais arriscado, acontecendo em um arranjo institucional pouco inibidor do risco sistêmico, pode haver aumento da instabilidade econômica ao longo dos anos (MINSKY, 1986). Assim sendo, o papel, tanto das instituições financeiras quanto das inovações financeiras, é, segundo Studart (1993) ambíguo.

Pois bem, espera-se que o conhecimento apresentado neste referencial teórico, seja de contribuição institucionalista ou keynesiana (assim como suas articulações), sirva de alicerce para o estudo da história do mercado de dívida pública no Brasil nos dois próximos capítulos. Sobretudo, que ajude, por um lado, a analisar o mercado Selic no País, apreendendo sua história, importância institucional e estrutura de funcionamento, facilitando, assim, a compreensão dos motivos que levaram, em 1994, com o advento da estabilidade monetária a partir do Plano Real, à manutenção de sua estrutura anômala que funde os mercados fiscal e monetário. Por outro lado, à luz das ideias aqui desenvolvidas, buscar-se-á analisar as implicações da institucionalidade desse mercado sobre a economia brasileira, especialmente em relação à taxa de juros, ao investimento produtivo e seu financiamento, às políticas macroeconômicas e, em última instância, ao desenvolvimento econômico. Esses pontos serão ampla e diretamente abordados na última seção do Capítulo 4, da dívida pública pós-Real, em que o mercado Selic será analisado. Ainda, é possível que este capítulo auxilie a pensar novos formatos institucionais e operacionais ao mercado Selic que anulem as possíveis consequências negativas sobre o Brasil.

3 A HISTÓRIA DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA: DA GÊNESE AO PLANO REAL

A emissão de moeda (ou a cunhagem de metais, nos sistemas de moeda-mercadoria) é, historicamente, a primeira forma de dívida pública conhecida, no sentido mais amplo. Baleeiro (1976) mostra evidências da existência de endividamento público, no sentido mais estrito, já nos tempos da Grécia Antiga, ao citar um estudo de Xenofonte, discípulo de Sócrates, sobre as rendas de Atenas em que são mencionados empréstimos para barcos de guerra de propriedade pública. Com o renascimento comercial dos séculos XI e XII, novos hábitos de consumo de artigos de luxo foram introduzidos, influenciando o comportamento da nobreza, dos príncipes e dos reis. Os superávits financeiros, recorrentes à época, foram sendo substituídos por seguidos déficits. Uma vez que a emissão de moeda e o aumento de impostos eram soluções consideradas difíceis ou indesejadas naquele período, passou-se a contar com empréstimos junto aos mercadores ricos da época para o financiamento de despesas ordinárias e emergenciais, tais como aquelas associadas a guerras.

No entanto, tal qual foi no Brasil muito depois, os empréstimos daquela época eram muito distintos do atual endividamento público. Afinal, geralmente eram pessoais, representando obrigações do monarca não devedor e não se transferiam a seus herdeiros ou sucessores. As taxas de juros eram exorbitantes e as garantias chegavam a ser humilhantes: desde o fio da barba, relíquias de santos, penhor da Coroa, até príncipes tomados como reféns. A partir do século XVII, há a desvinculação entre o patrimônio do monarca e o Tesouro Público, constituindo marco importante para a maior utilização do crédito público como meio de financiamento de despesas do governo. No Brasil, isso ocorreria por volta do século XIX.

Hoje, o endividamento público é fundamental e está presente em todos os países, sendo peça fundamental ao funcionamento das economias monetárias de produção, desenvolvendo-se especialmente a partir do século XVIII, à medida que a própria atividade bancária se expandia rapidamente (KREGEL, 1998). Isto, pois o endividamento público pode ter papéis importantes e diversos, quais sejam: financiamento do investimento público; compra de títulos por parte das famílias; financiamento de despesas emergenciais; possibilitar distribuição equitativa dos custos e riscos entre os contribuintes de forma intertemporal; financiar investimento produtivo; ampliar o bem-estar da sociedade e o bom funcionamento da economia; auxiliar a condução da política monetária (bem como das outras políticas macroeconômicas, sobretudo a fiscal); consolidar o sistema financeiro; servir de referencial

para a emissão de títulos privados; fortalecer a estabilidade financeira e macroeconômica de um país; controlar a liquidez de mercado; dentre outros²⁶.

A Dívida Pública Federal (DPF)²⁷ brasileira, por outro lado, possui uma imagem negativa perante a opinião pública, resultado de uma história conturbada de pagamento de juros elevados e calotes explícitos, problemas recorrentes no País. Estes problemas, que limitam o escopo da gestão pública e impossibilitam o alcance de melhorias consistentes e sustentáveis na estrutura da dívida, ocorrem principalmente devido ao seu continuado mau uso. Entre estes, podem-se citar o financiamento do déficit público gerado por gastos com despesas correntes de consumo, a proclividade do sistema político de gastar sem tributar, a má execução de projetos de investimento público e o endividamento interno e externo exacerbado. Atualmente, o que temos de resultado da dívida pública muito se explica pela sua má administração, pelo seu perfil prejudicial (parcelas de indexadores não desejáveis em níveis elevados, prazos curtos, heterogeneidade dos títulos, custo médio alto), pela forma como as políticas macroeconômicas (sobretudo a monetária) são conduzidas, bem como pela existência de disfunções institucionais, herança de um passado inflacionário que ainda persiste em existir. Decorrente disso, a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP)²⁸ brasileira cresce a cada ano desde meados de 1994, da mesma forma que o pagamento com juros e amortizações demonstra trajetória ascendente acelerada, representando mais de 40% do orçamento público do País (o maior ônus, vale dizer) em 2014.

Pois bem, acredita-se que é na história que se pode apreender os motivos que levaram a um mercado de dívida pública com seus efeitos tal qual ele é hoje. Nesse sentido, o objetivo deste capítulo é traçar a evolução da dívida pública anterior ao Plano Real. Além desta introdução, o capítulo divide-se em mais três seções, recortando períodos marcantes para o endividamento público do País. A primeira seção traça brevemente a história da dívida pública brasileira desde sua gênese, quando ainda era confundida com empréstimos pessoais,

²⁶ Claramente, essa lógica vai de encontro à equivalência ricardiana, hoje pouco aceita na literatura especializada. Baseado em expectativas racionais e um modelo de ciclo de vida, a equivalência ricardiana diz que os agentes definem a distribuição de sua renda entre consumo e poupança visando manter um padrão estável de consumo ao longo da vida, a despeito das variações correntes de renda disponível. Assim, atuações de política fiscal não teriam impacto ou benefício em termos de crescimento econômico, mas, pelo contrário, representariam um ônus às gerações futuras (HERMANN, 2002a). Daí a recomendação de um orçamento permanentemente equilibrado.

²⁷ A DPF corresponde à soma das dívidas interna e externa de responsabilidade do governo federal (SILVA; MEDEIROS, 2009).

²⁸ A DLSP “[...] refere-se ao total das obrigações do setor público não financeiro, deduzido dos seus *ativos financeiros* junto aos agentes privados não financeiros e aos agentes financeiros, públicos e privados.” (SILVA e MEDEIROS, 2009, p. 102). Ainda, no caso brasileiro o conceito de DLSP considera os ativos e os passivos financeiros do BCB, incluindo, dentre outros itens, as reservas internacionais (ativo) e a base monetária (passivo). É o principal indicador de endividamento utilizado pelo governo brasileiro para decisões de política econômica, buscando-se reduzir, paulatinamente, a relação DLSP/PIB. Para mais, ver Silva e Medeiros (2009).

até 1963, período em que algumas pedras fundamentais do endividamento público são realizadas. A segunda inicia-se em 1964 e finaliza em 1979, destacando desde as reformas financeiras que engendraram um efetivo mercado de dívida pública, até a escolha governamental pelo II Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND) e os efeitos desta escolha sobre a economia brasileira, especialmente em relação ao crescente endividamento externo. A última seção retrata a ‘década perdida’, iniciando em 1980, e as pressões que o estrangulamento externo trouxe à dívida pública que, como efeito, impuseram alterações significantes, até 1993, antes do Plano Real, quando o mercado de dívida pública passa a ser estruturado por um novo padrão monetário²⁹.

3.1 UMA BREVE HISTÓRIA DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA: DA ORIGEM ATÉ 1963

Apesar de ser anterior ao período de pesquisa deste trabalho, estudar a dívida pública desde sua origem até 1963, mesmo que brevemente, se mostra importante, afinal ajuda a entender a formação da dívida, sua institucionalização, seu arcabouço legal, a criação do primeiro órgão de gestão, as características dos principais empréstimos e as dificuldades enfrentadas para fazer face ao pagamento da dívida. Sobretudo, esse sintético estudo auxiliará na compreensão dos desafios herdados desde longo período para a gestão da dívida pública do Brasil.

A história da dívida interna brasileira data desde o período colonial, quando, já nos séculos XVI e XVII, alguns governadores da Colônia faziam empréstimos – os quais, por sua vez, confundiam-se com empréstimos pessoais³⁰ e, em geral, eram, segundo Neto (1980), bastante desconhecidos: seja o tamanho, as condições ou a finalidade (SILVA, 2009). Ainda nesse período, a abertura dos portos (demonstrando um início de independência econômica em relação à metrópole), a implantação do papel-moeda e a criação do primeiro Banco do Brasil³¹, em 1808, são fatos marcantes para a história financeira do País.

O período colonial foi marcado por inúmeras dificuldades financeiras, que, aliando-se às necessidades para a consolidação de um país como Nação, formavam um contexto

²⁹ Aqui vale um esclarecimento: dado o objetivo do trabalho, focar-se-á na história dívida interna, perpassando pela dívida externa nos momentos em que essa, direta ou indiretamente, influenciou naquela – algo que não é raro na história do Brasil.

³⁰ Como com o enxoval da princesa de Joinville e o casamento das princesas D. Isabel e D. Leopoldina (SILVA, 2009, p. 41)

³¹ O Banco do Brasil foi o quarto banco emissor do mundo, depois apenas do Banco da Suécia (1668), do Banco da Inglaterra (1694) e do Banco da França (1800). Sua criação está relacionada à necessidade por parte da Coroa de levantar o numerário que carecia para financiar os gastos públicos crescentes (SILVA, 2009).

desafiador. É diante desses problemas que a história da dívida pública no período imperial é rica. Nele, a história da Dívida Pública Federal externa (DPFe)³² inicia-se, a primeira agência de administração da dívida pública é criada, tem-se a institucionalização da Dívida Pública Federal interna (DPFi) e os mecanismos e instrumentos de financiamento ampliam-se, realizando-se operações de reestruturação de dívida (as operações de gestão de passivo), que, inclusive, “[...] em muito se assemelham a operações feitas nos tempos atuais.” (SILVA, 2009, p. 36). Por sinal, a despeito das grandes dificuldades das finanças públicas brasileiras, estas ocuparam posição de destaque entre as nações latino-americanas no século XIX, seja pelo relativo sucesso na emissão de dívida ou por honrar os compromissos externos (normalmente não realizados pelos vizinhos)³³.

Dentre as principais evoluções realizadas naquele período, vale citar a iniciativa de D. Pedro I, em 20 de setembro de 1825, de criar uma comissão para promover a apuração e a institucionalização da DPFi brasileira. Nesse sentido, caracterizava-se, pela primeira vez, uma medida que dava caráter nacional à dívida interna, desvinculando-a do caráter de dívida pessoal do próprio governante (NETO, 1980). Ainda, bastante importante é a Lei de 15 de novembro de 1827, considerada na literatura como a pedra fundamental do crédito brasileiro, sofrendo, por sinal, “[...] poucas alterações até a criação do Banco Central, quase 140 anos depois.” (SILVA, 2009, p. 37). Dentre as atribuições da lei, destacam-se:

- a) o reconhecimento da dívida passada até 1826;
- b) o estabelecimento de regras para a inscrição de todas dívidas reconhecidas; e, sobretudo;
- c) a criação do primeiro órgão responsável pela administração da dívida pública interna e externa (a Caixa de Amortização, que só deixaria de ser administradora do meio circulante em 1945, com a criação da Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), embrião do futuro BCB³⁴).

É por intermédio da Lei de 15 de novembro de 1827 que os pilares básicos para o controle e o registro de novas dívidas, assim como de sua administração, são estabelecidos. De forma geral, a história da dívida mostra uma dinâmica intrinsecamente ligada à evolução sócio econômica do Brasil imperial e poderia ser dividida em dois períodos: de 1822 a 1850, um período áspero, de “embates e consolidação”; de 1850 a 1889, um momento de

³² A DPFe é a dívida do governo federal, sob a forma de títulos e contratos, cujos fluxos de recebimentos e pagamentos são realizados em outras moedas que não o real. Para mais, ver Silva e Medeiros (2009).

³³ Em 1825, por exemplo, as nações latino-americanas recém independentes, à exceção do Brasil, já haviam aplicado *default* (SILVA, 2009).

³⁴ Apenas em 1967 a Caixa de Administração seria absolutamente extinta, transferindo todas suas atribuições ao BCB – com 140 anos de história (SILVA, 2009).

“construção” (BOUÇAS³⁵, 1950 *apud* SILVA, 2009), sendo que o elevado montante de emissões tornou bastante significativa as despesas anuais com o pagamento de juros de dívida interna (bem como externa, uma vez que esta guarda estreita semelhança com aquela, inclusive nas divisões temporais), alcançando, em meados da década de 1880, 21% da receita orçamentária (SILVA, 2009).

Em relação ao período republicano, os seus 74 anos iniciais (1889-1963) são marcados por vários acontecimentos que podem auxiliar a entender as características das dívidas atualmente. No âmbito institucional, a gestão da dívida pública gozou de certa estabilidade, diferentemente das dificuldades de financiamento, externo e interno, e das reestruturações. No campo interno, os primeiros anos foram problemáticos. Primeiramente, o longo período de suspensão do resgate dos títulos em circulação (1839-1889) afetava sua credibilidade. Em segundo, a elevada fragmentação da dívida, devido à grande diversidade de instrumentos com prazos e taxas de juros distintas, era um problema. Finalmente, todos os títulos em circulação ainda eram nominativos, e suas transferências burocraticamente complicadas. Com isso, tinha-se a dificuldade na negociação e liquidez da dívida interna (SILVA, 2009).

Algumas foram as medidas realizadas no intuito de regularizar o resgate dos títulos, instituir a emissão de títulos ao portador e reduzir a alta fragmentação da dívida, todas com sucesso inicial, porém temporário³⁶. Ainda, o recurso do governo à colocação de títulos de forma compulsória representava prova da situação difícil do crédito público no País. Nesse sentido, a estagnação da emissão voluntária de títulos públicos (dado o aumento inflacionário e a Lei de Usura³⁷, que fixava em 12% o teto da taxa nominal de juros, reduzindo ou negativando a taxa real de juros) tornava complicado o financiamento dos déficits orçamentários crescentes, sobretudo a partir de 1950, fazendo com que o governo financiasse quase a totalidade de seus déficits via emissão de moeda, aumentando as pressões inflacionárias, que, por sua vez, geravam menor rendimento e, logo, demanda por esses títulos (NETO, 1980). Em 1956 e 1962, por outro lado, duas grandes operações de administração de passivo (ou consolidações) podem ser citadas, ambas no sentido de padronizar a dívida e melhorar seu controle.

³⁵ BOUÇAS, V. *História da dívida externa*. 2. ed. Rio de Janeiro: Financeiras, 1950.

³⁶ Para saber mais, ver Silva (2009).

³⁷ A Lei de Usura foi imposta no governo Vargas através do decreto nº 22.626, de 7 de abril de 1933. A princípio, este decreto era apenas uma atitude nacionalista que não prejudicaria os contratos nacionais, já que a maior parte deles trabalhava com taxas menores que 12% a.a. No entanto, quando a inflação cresceu o suficiente para ultrapassar este valor, este decreto se tornou um grande limitador dos mercados (NECHIO, 2004). O Brasil viveria nesse descompasso até o início dos governos militares, em 1964.

De qualquer forma, pode-se encontrar duas características já presentes naquele período que perdurariam enquanto especificidades do caso brasileiro:

a) a alta fragmentação da dívida, com taxas e prazos distintos e em geral em proporções e tipos não ideais;

b) o financiamento via emissão de moeda, dada a incapacidade de emitir títulos no montante necessário (sobretudo de forma voluntária), gerando pressão inflacionária, que, por consequência, reduz a demanda por títulos – criando um círculo vicioso.

No âmbito externo a situação também não era positiva. O longo período de estabilidade e gradativo endividamento externo, vivido especialmente a partir da década de 1840, foi interrompido no início da República. As seguidas crises de BP, a partir de 1890, são determinantes para explicar essa dificuldade e o aumento expressivo da dívida externa no início do século XX. Como resultado, três *funding loans* (em 1898, 1914 e 1931) e um acordo permanente (em 1943) são realizados, sendo que *defaults* foram praticados e, por muitos anos, o Brasil ficou ausente dos mercados financeiros privados (SILVA, 2009). Essa situação, de modo geral, já explicita os problemas com relação ao endividamento externo, que culminariam na crise externa no fim da década de 1970 e início de 1980 – como será visto em seguida –, necessitando alterações importantes na dívida pública brasileira.

Em relação ao sistema financeiro como um todo, em 1930 ele era basicamente uma consequência do século passado e a indexação não era um tema relevante para a economia brasileira, já que não há relatos, além do encilhamento, de taxa de inflação significativa e persistente. Uma vez que o Brasil era um País tipicamente exportador de produtos primários, o financiamento concentrava-se na produção de exportação e comércio, contribuindo ao desenvolvimento da infraestrutura apenas quando este auxiliasse àquele. Com o deslocamento do centro dinâmico (FURTADO, 2007) e a política governamental industrializante (FONSECA, 2003) na década de 1930, os requerimentos financeiros, segundo Studart (1995), alteraram-se como consequência do processo de industrialização por substituição de importações:

a) o setor industrial emergente demandava financiamento para capital de giro de curto a médio prazo;

b) investimentos em plantas industriais necessitavam de financiamento de longo prazo;

c) o aumento na atividade interna requeria investimentos em infraestrutura (serviços de transporte, energia, etc.), os quais a provisão geralmente necessita de um alto volume de financiamento com alta maturação.

No que diz respeito às décadas de 1940 e 1950, o desenvolvimento da estrutura financeira se deu especialmente pelas medidas governamentais a fim de lidar com o problema da acumulação financeira. Em 1947, a Autoridade Monetária era constituída pela SUMOC e pelo Banco do Brasil (Departamento de Câmbio e de Mobilização). Assim, a divisão (caótica, nas palavras de Studart (1995)) na regulação do sistema financeiro era assim estruturada: o TN possuía monopólio sobre a emissão de moeda; a SUMOC regulava as políticas monetária e creditícia, mas sem poderes executivos; e o Banco do Brasil possuía os papéis de banco do governo, banco comercial e agência de desenvolvimento. Ainda, esse atuava como um banco central, recebendo depósitos de outros bancos como reservas legais e mantendo uma conta direta do TN, devido ao seu papel de financiador do governo. Essa especificidade de ser, ao mesmo tempo, banco comercial e Autoridade Monetária (AM), fazia com que qualquer criação de depósito a fim de financiar os déficits governamentais representasse um aumento nas reservas de todo o sistema bancário, constituindo “[...] um dos mais sérios obstáculos à boa condução de uma programação monetária.” (SIMONSEN; CAMPOS, 1974, p. 124).

Esse fato simbolizava a importância, naquele período, do sistema bancário na estrutura financeira. Os bancos a dominavam, sendo que, entre 1951 e 1960, os ativos monetários representavam mais de 60% do total de ativos e os bancos eram responsáveis por mais de 80% do total de empréstimos ao setor privado – 26% apenas do Banco do Brasil (STUDART, 1995).

Consoante Studart (1995) e Fernandes e Turolla (2006), ao menos quatro razões podem ser elencadas para explicar o baixo desenvolvimento, diversificação e capacidade de garantir crédito de maiores prazos do mercado financeiro no Brasil:

- a) a maioria das firmas até 1960 eram de propriedade familiar;
- b) a má distribuição de renda fazia com que as perspectivas de investidores institucionais fossem muito limitadas;
- c) inflação com a Lei de Usura e a relativa iliquidez das ações e títulos com baixa rentabilidade faziam com que deter tais ativos fosse um negócio de alto risco; e finalmente;
- d) os preços das ações no período eram muito voláteis e em muitos períodos declinaram (como na década de 1950).

Ademais, os títulos públicos, até então, constituíam-se num conjunto de papéis nominativos e não padronizados que possuíam baixa credibilidade e atratividade, formados em sua maioria por apólices e obrigações de dívida, e que eram emitidos para os mais diversos fins, sendo que a maior parte deles era carregada de forma compulsória por instituições bancárias. Esses gargalos faziam com que os mecanismos de financiamento

necessários ao desenvolvimento não fossem contemplados e, sendo assim, medidas no afimco de reverter essa situação se mostravam bastante necessárias. É isso que se tentou realizar na década de 1960, como será visto abaixo.

3.2 AS REFORMAS FINANCEIRAS, A FORMAÇÃO DE UM MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA E A ESCOLHA GOVERNAMENTAL PELO II PND: DE 1964 A 1979

O período que se inicia em 1964 até os dias atuais tem sido marcado por profundas transformações na estrutura da dívida pública, aumentando consideravelmente o estoque das dívidas, bem como passando por importantes avanços institucionais. A partir dessa época, inicia-se um novo ciclo de endividamento externo (SKIDMORE, 1988) e tem-se um processo de desenvolvimento do mercado da dívida interna, que, em sua evolução, mostra-se fundamental para compreender a situação do endividamento público brasileiro hoje. Para além, é particularmente importante apreender as decisões tomadas, desde 1964, frente aos diversos ambientes econômicos (internos e externos), pois estas parecem possuir, como se tentará mostrar, estreita relação com restrições atuais na política econômica. Nesse sentido, essa seção buscará traçar a história da dívida não somente sob o aspecto quantitativo, mas, sobretudo, naquilo que concerne as alterações institucionais.

Segundo Pedras (2009), quatro são os objetivos básicos pelos quais é economicamente justificável a existência da dívida pública:

- a) financiar o déficit público;
- b) propiciar ferramentas adequadas à realização da política monetária (tratando-se especificamente da dívida interna);
- c) criar referencial de longo prazo para financiamento por parte do setor privado, dado o alto volume e menor risco de crédito, precificando a dívida privada; e;
- d) possibilitar a alocação de recursos entre gerações, uma vez que caberá à geração futura o pagamento de despesas realizadas no presente, fruto do endividamento.

A história da administração da dívida pública no Brasil representa uma evolução desses objetivos, sendo que, como será visto, o desenvolvimento desses objetivos não foram ainda eficaz e plenamente alcançados.

Um ponto de inflexão relevante na história da dívida pública interna dá-se pós-golpe militar de 1964, com a entrada do marechal Castello Branco³⁸. Antes disso, o financiamento,

³⁸ Junto com Castello branco entrariam Roberto Campos e Octávio Bulhões, ministros do Planejamento e da Fazenda, respectivamente, formuladores do modelo de política econômica traçado no período.

que era bastante carente, se dava apenas para projetos específicos, limitando-se, em financiamentos de longo prazo, a dois bancos (Banco do Brasil e Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico – BNDE –, que dominavam o sistema financeiro; posteriormente, somaria também a Caixa Econômica Federal), restando ao empréstimo privado operações de curto prazo (30, 60 e 90 dias) para capital de giro. Nesse sentido, os mercados financeiros eram pobremente desenvolvidos e dominados por operações não relacionadas ao financiamento do investimento produtivo³⁹, os empréstimos externos realizados apenas em operações oficiais governamentais e, ademais, o financiamento era possibilitado via emissão de papel-moeda, o que, conseqüentemente, gerava pressões inflacionárias.

A partir de 1964, no entanto, o governo empreendeu uma série de reformas que alterou profundamente o mercado de capitais no País, mudando substancialmente o modo como a acumulação de capital era financiada e a articulação entre as esferas financeira e produtiva em geral – buscando assegurar os objetivos supramencionados. Na reforma, aumentavam-se a diversificação dos ativos e as instituições do sistema financeiro e, de fato, esse processo tratava de impactos relevantes sobre a dívida pública, pois, “[...] pela primeira vez, se buscou montar um mercado de títulos públicos de forma estruturada.” (PEDRAS, 2009, p. 58). Pode-se, nesse sentido, dizer que é nesse período que o nascimento do mercado formal de títulos públicos federais se dá, sendo que a ausência deste mercado era vista como uma das causas da aceleração da inflação a partir de 1955 (EMÍLIO; SOARES, 2001).

Nesse ínterim, após os avanços na estrutura produtiva do País, que consolidou o setor industrial como líder de participação no PIB em 1964 (com 25,7% *vis-à-vis* 21,5% da agricultura e 13,8% do comércio), mostravam-se necessárias alterações de tais magnitudes no setor financeiro. Isso se dava, sobretudo, pela recessão iniciada após a maturação dos investimentos realizados no Plano de Metas e pelos constrangimentos criados pós crescimento econômico entre 1947 e 1961, uma vez que o desenvolvimento financeiro ‘ficou para trás’ em relação ao progresso dos setores produtivos, restando lacunas elementares ao financiamento de médio e longo prazos.

O Plano de Metas, por sinal, só teve crescimento acelerado, segundo Studart (1995), graças aos principais agentes investidores (empresas públicas, internacionais e nacionais; atuação do Estado), contornando, assim, a falta de arranjos institucionais para financiamentos de longo prazo. Isso, no entanto, levou ao aumento dos gastos governamentais como

³⁹ Ver Studart (1995, cap. 6) para dados.

proporção do PIB que, somado à reduzida possibilidade de financiamento a partir de títulos de dívida pública⁴⁰ (com demanda inversa à crescente inflação), aumentava a urgência de alterações institucionais no mercado de dívida pública.

Especificamente em relação aos avanços da dívida pública, o Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG), elaborado em novembro de 1964 pelo recém-criado Ministério de Planejamento e Coordenação Econômica, tem papel primordial, pois intentava gerar um padrão de desenvolvimento sustentável, modernizando a economia e tendo como um dos principais objetivos⁴¹ a redução gradual das taxas de inflação verificadas nos anos anteriores (sem ameaçar o ritmo da atividade produtiva), algo que seria viabilizado via política monetária restritiva, ajuste fiscal, rígida política salarial, tributária e externa⁴², bem como reformas no Sistema Financeiro Nacional (SFN), em especial um mercado eficiente de capitais e títulos públicos. Afinal, a ausência de um mercado organizado que pudesse ser utilizado pelo governo como alternativa para o financiamento dos déficits públicos era uma das causas apontadas para o aumento da inflação de 15% para 80% entre 1955 e 1964 (GARCIA *et al.*, 1999). Numa segunda fase, com a inflação sob controle, outro importante objetivo, o aumento do crescimento econômico⁴³, seria posto em prática, implementando políticas diretamente voltadas para tanto (o que ocorreu a partir de 1967). Sendo assim, o PAEG foi muito além “[...] do receituário mais simplista que prega apenas políticas monetária e fiscal rigorosas e *hands-off*”, tendo a convicção, desde seu diagnóstico, dadas as disfunções, “da necessidade de reformas institucionais” (RESENDE, 1990, p. 228).

Nesse sentido, pode-se citar entre os objetivos do PAEG:

- a) obtenção de recursos adicionais para a cobertura dos déficits da União;
- b) estímulo à poupança individual;
- c) criação de um mercado voluntário para os títulos públicos.

Nesse ínterim, muitas foram as mudanças realizadas na economia brasileira e, naquilo que diz respeito à dívida pública, vale citar as Leis nº 4.357, de 16/07/1964, que criou a

⁴⁰ A proporção de títulos governamentais no total de ativos financeiros decresceu de 9% em 1947-55 para 2.6% em 1955-61 (STUDART, 1995).

⁴¹ Ainda, pode-se citar a atenuação dos desníveis econômicos setoriais e regionais, a redução dos desequilíbrios sociais, o aumento do emprego, a abertura financeira (que aumentaria a captação de recursos externos) e a correção da tendência dos déficits contínuos no balanço de pagamentos, que ameaçavam a capacidade de importar (RESENDE, 1990).

⁴² Para saber mais sobre as reformas do PAEG, ver Hermann (2011) e Martone (1975).

⁴³ Importante destacar que, por se tratar de um regime autoritário, uma de suas formas de legitimação se dava a partir do crescimento econômico elevado e, sendo assim, investimentos de grande magnitude se faziam relevantes (especialmente em infraestrutura econômica e social).

correção monetária⁴⁴, e nº 4.595, de 31/12/1964, que instituiu a reforma bancária, criou o BCB (que, até então, tinha suas funções divididas entre a SUMOC e o Banco do Brasil) e o Conselho Monetário Nacional (CMN)⁴⁵, que determinava as políticas a serem executadas pelo BCB. Ainda, vale citar a Lei 4.728, de julho de 1965, que traçou todo o desenho institucional do Sistema Financeiro Brasileiro (SFB), delimitando as funções dos diversos bancos (RESENDE, 1990; SIMONSEN; CAMPOS, 1974) e regulamentando o mercado de capitais⁴⁶ – essa lei foi depois revista pela Resolução nº 39 do BCB de outubro de 1966. Finalmente, é também desse período a oferta de títulos cambiais a partir do Decreto Lei número 1, de 13 de novembro de 1965, dando a possibilidade de escolha entre a correção monetária e a cambial, prevalecendo a mais favorável ao detentor. Apenas em 1969, no entanto, o governo emitiu Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTNs) exclusivamente com cláusula de correção cambial, via Decreto-Lei 599 (FERNANDES; TUROLLA, 2006).

Tendo o desenho do arcabouço básico de um sistema financeiro moderno – carência que ficou patente durante o Plano de Metas – e a correção monetária, foi possível captar poupança privada voluntária, canalizando-a para o financiamento do Tesouro e do investimento privado, assim como para “[...] sustentar o processo de industrialização já em curso, de forma não inflacionária.” (HERMANN, 2011, p. 56). É possível ver como ficou configurado o SFB após as reformas antes citadas de 1964-1967 no Quadro 1 abaixo, em que um dos objetivos da reforma bancária se dava no aumento do controle, por parte do governo, sobre a oferta de moeda.

⁴⁴ A correção monetária acabou por permitir uma reforma completa e a racionalização do sistema tributário e, em específico, do imposto de renda. Ademais, a correção monetária foi, segundo Hermann (2011) e Simonsen e Campos (1974), a ‘mágica’ da conciliação que se buscava àquele período entre taxas razoáveis de crescimento do PIB com combate gradual à inflação. Segundo Emilio e Soares (2001), a ORTN era vista como um meio para atingir um ponto de ótimo no *trade-off* entre combate à inflação e crescimento.

⁴⁵ Essa lei regulamentou o redesconto pelo CMN e o BCB recebeu a competência de realizar operações de redesconto e empréstimos a instituições financeiras bancárias. Assim, o BCB passou, a partir de 1965, a contar com um instrumento que permitia injetar recursos no sistema bancário e influenciar a taxa de juros. Até 1964, bem mais que o redesconto, os depósitos compulsórios tinham sido um instrumento amplamente utilizado de política monetária (LAGO, 1990).

⁴⁶ Pode-se, ainda, destacar a Resolução 16 (02/1966), que criou as sociedades de capital aberto; Resolução 39 (10/1966), que regulamentou as Bolsas de Valores; e Resolução 45 (12/1966), que criou os bancos de investimento (HERMANN, 2011, p. 71).

Quadro 1 - O Sistema Financeiro Brasileiro (SFB) após as reformas de 1964-67

Instituição	Área de Atuação
Conselho Monetário Nacional	Criado em 1964, em substituição à SUMOC, com função normativa e reguladora do sistema financeiro
Banco Central do Brasil (BCB)	Criado em 1964, como executor das políticas monetária e financeira do governo
Banco do Brasil (BB)	Banco comercial e agente financeiro do governo, especialmente em linhas de crédito de médio e longo prazos, para exportações e agricultura
Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE)	Criado em 1952 para atuar no financiamento seletivo de longo prazo para a indústria e infraestrutura
Bancos de Desenvolvimento (BD) regionais e estaduais	Atuação semelhante à do BNDE, mas em âmbito regional/estadual
Bancos Comerciais	Crédito de curto e médio prazos (capital de giro)
Bancos de Investimento	Regulamentados em 1966, para atuarem no segmento de crédito de longo prazo e no mercado primário de ações (operações de subscrição)
Sociedade de Crédito, Financiamento e Investimento	Instituições não bancárias, conhecidas como financeiras, voltadas ao financiamento direto ao consumidor (curto e médio prazos)
Sistema Financeiro de Habitação (SFH)	Criado em 1964, tendo o Banco Nacional de Habitação (BNH) como instituição central, e composto ainda pela Caixa Econômica Federal (CEF), caixas econômicas estaduais, sociedades de crédito imobiliário e Associações de Poupança e Empréstimo (APE)
Corretoras e Distribuidoras de Valores	Mercado primário e secundário de ações

Fonte: Elaborado pelo autor baseado em Hermann (2011).

Essas medidas tinham, dentre outros, objetivos duplos: por um lado, a constituição de um mercado eficiente de títulos públicos e, por outro, a viabilização das operações de política monetária, já que, dentre as atribuições do BCB, encontravam-se as operações de compra e venda de títulos públicos federais como instrumento de política monetária. Com efeito, já nos anos 1960 isso foi possível, visando:

- a) à obtenção de recursos não inflacionários para a cobertura dos déficits orçamentários da União, bem como para a realização de investimentos;
- b) à consolidação das operações de mercado aberto;

c) ao giro da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi) (PEDRAS, 2009).

A Lei nº 4.357 supracitada era inovadora e tinha um papel fundamental, pois buscava evitar para o investidor as perdas advindas da crescente inflação, contornando a Lei de Usura (SIMONSEN; CAMPOS, 1974; FERNANDES; TUROLLA, 2006), o que reduzia ano após ano a demanda pelos títulos públicos. Afinal, apenas com a proteção contra a perda do poder aquisitivo da moeda, ou seja, um *hedge* efetivo contra a inflação, que se fazia possível criar um mercado desenvolvido de títulos públicos, mostrando-se como solução natural a criação de um título indexado à inflação. Assim, o primeiro instrumento padronizado de dívida pública, as ORTNs, é criado – que perduraria até 1986⁴⁷. Por sinal, a sua criação representou, de fato, grande impulso ao desenvolvimento do mercado de títulos públicos no Brasil, pois a procura por estes acabou se revigorando, possibilitando uma importante reforma fiscal: a do financiamento do déficit público de forma não tradicional, ou seja, não inflacionária, passando a dívida interna federal em títulos de 41 milhões de cruzeiros, em 1964, para 26.179 milhões em 1972 (SIMONSEN; CAMPOS, 1974). Nas palavras de Garcia (1998, p. 8), “a existência de dívida pública indexada mantida pelos poupadores privados em uma base voluntária tonou-se um alicerce para o desenvolvimento dos mercados financeiros no Brasil nos anos seguintes”. Ademais, o mercado não oferecia ainda outras alternativas às ORTNs e, logo, elas eram as únicas possíveis a serem demandadas.

Como resultado, a dívida pública nesse período apresentou elevadas taxas de crescimento, tanto em volume absoluto quanto em percentual do PIB. Enquanto em 1964, a DPMFi representava cerca de 0,2% do PIB, em 1969 a participação passava os 4% e, em 1972, 8,8%. Esses resultados podem ser visto na Tabela 1 abaixo. Cabe destacar que o PAEG, a despeito de ter falhado em cumprir com as metas anuais estipuladas no início do programa, obteve relativo êxito⁴⁸ em dois dos seus principais objetivos, quais sejam, a redução inflacionária e o aumento do PIB. O crescimento econômico passou de 0,6%, em 1963, para 9,8% em 1968; enquanto a taxa inflacionária chegava próxima a 100% em 1964, em 1969 ela beirava os 20%. Cabe dizer, contudo, que tais resultados tiveram seus custos sociais: a compressão nos salários e a estagnação na renda causaram queda no padrão de vida da população urbana, fazendo com que na década de 1960 a distribuição de renda do Brasil continuasse (como ainda é) uma das piores do mundo.

⁴⁷ Diga-se de passagem, a intenção original, segundo Hermann (2011), era que esses mecanismos de proteção fossem temporários, o que não foi possível dada a resistência inflacionária, estendendo a vigência.

⁴⁸ O que talvez possa ser explicado, tal qual Resende (1990) e Hermann (2011), pelo contexto político radicalmente diferente dos anos anteriores, o que permitiu intervenções autoritárias e diretas.

Ainda, a despeito desse relativo sucesso e da “[...] efetiva criação de um mercado de dívida pública no país, viabilizando, de forma permanente, o financiamento não monetário dos déficits do governo.” (HERMANN, 2011, p. 62) – algo que impactava tanto a política fiscal quanto monetária –, as emissões ainda não eram realizadas em volume suficiente para atender integralmente às necessidades de cobertura dos déficits orçamentários (já predominante, entretanto: cerca de 55% em 1965). Isso fazia com que o BCB, até 1968, fosse um importante financiador das necessidades fiscais a partir da emissão de títulos para a carteira do Banco Central, realidade que mudaria a partir de 1969, tornando-se, assim, “[...] fator permanente de contração dos meios de pagamento.” (LAGO, 1990, p. 250). O excedente no período promoveu diversos programas de crédito e aumentou consideravelmente os recursos disponíveis para os governos locais. Esse resultado também pode ser visto na Tabela 1 abaixo.

Tabela 1 - Números da Dívida Pública Federal interna (DPFi), em percentual do PIB

Ano	Títulos em circulação	Déficit da União	Colocação líquida de ORTN	Financiamento pelo público (em % do total do financ.)
1964	0,2%	3,2%	0,2%	10,3%
1965	1,2%	1,6%	0,9%	54,5%
1966	2,6%	1,1%	1,2%	132,4%
1967	3,5%	1,7%	0,6%	32,3%
1968	3,5%	1,2%	0,1%	12,1%
1969	4,4%	0,6%	0,6%	235,6%
1970	5,8%	0,4%	1,3%	212,9%
1971	6,6%	0,3%	1,3%	600,6%
1972	8,8%	0,2%	2,3%	1605%

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Pedras (2009).

Fica patente, com isso, que se tem, no fim da década de 1960, o atingimento do primeiro dos quatro objetivos (financiamento do déficit público) a partir da constituição de um mercado de dívida pública nacional. Não obstante, consoante Loureiro e Barbosa (2003), ainda faltava o aprimoramento de ferramentas para a consecução da política monetária – o segundo objetivo destacado –, sobretudo que estivessem dissociados da função de gerar recursos para financiar os déficits das contas públicas. Afinal, àquela época, as ORTNs representavam o único instrumento disponível para execução tanto da política monetária

quanto fiscal, já ressaltando uma parte da frequente (e atual, como se quer mostrar) fusão prejudicial das duas políticas. Essa fusão era ainda mais intensa dado o fato de que, em 1967, a administração da dívida pública passou da Caixa de Amortização do Ministério da Fazenda, que foi extinta, para a Gerência da Dívida Pública (GEDIP), um departamento do BCB, dando poderes à AM, em 1971, a partir da Lei Complementar nº 12, de administrar a dívida mobiliária da União. Nesse sentido, esse arranjo institucional acabou por transformar o BCB num banco da dívida pública, com o progressivo desvirtuamento das suas atribuições, uma vez que este também deveria controlar a liquidez da economia via títulos públicos. De acordo com Ferreira:

No entanto, ainda havia a necessidade de medidas complementares para o mercado de títulos de dívida pública a fim de se alcançarem os objetivos estipulados em relação ao escopo da política monetária. Havia, portanto, uma necessidade de estabelecer uma segurança a curto prazo, e não para compensar déficits sobre o tratamento dos desequilíbrios orçamentários de financiamento devedor, mas sim com os necessários requisitos para absorver o possível excesso de liquidez no sistema, e até mesmo transformá-lo em uma reserva de segunda linha para os bancos comerciais, através do mecanismos de troca de reservas. (1974, p.25).

Nesse sentido, com o ganho de volume de mercado suficiente no início da década de 1970, o BCB julgou importante a criação de outro título mais adequado às funções de política monetária na tentativa de correção da disfunção existente entre as políticas, a despeito da já realização de operações de mercado aberto pelo BCB com ORTNs, desde 1967, a fim de neutralizar a forte expansão da base monetária, dando origem ao mercado secundário de títulos públicos federais (EMÍLIO; SOARES, 2001). Por sinal, de 1968 a 1970, esse mercado secundário atenuou o impacto de outras fontes de flutuações da base monetária, apesar de não ter se desenvolvido tanto, uma vez que se utilizavam títulos de prazo mais longo em operações que pedem prazos mais curtos. Assim, como decorrência das reformas do sistema financeiro implementadas a partir de 1964, tem-se uma tendência de aumento dos ativos financeiros e haveres não monetários⁴⁹ e, dentre o total destes e os não monetários, os títulos da DPF passaram de 0,74%, em 1964, quando da criação das ORTNs, para 15% em 1970 (LAGO, 1990). Enquanto em 1964 os haveres monetários correspondiam por 92% do total de haveres monetários e não monetários, em fins de 1966 esse valor se reduziria para 75,7% e, a partir de 1971, os haveres não monetários excederam os monetários. Em relação ao PIB, os

⁴⁹ Essa tendência possuía um viés de maior fragilidade e especulação do sistema financeiro (STUDART, 1995).

haveres financeiros não monetários, que a preços correntes correspondiam em cerca de 7% em 1967, passaram a representar cerca de 25% em 1973 (LAGO, 1990, p. 251).

Sendo assim, foram editados o Decreto-Lei nº 1.079, de 29/01/1970, e a Resolução nº 150 do CMN, de 22/07/1970, que criavam as Letras do Tesouro Nacional (LTNs). As LTNs eram títulos de curto prazo (no máximo um ano), com rendimento mais adequado para operações de *open-market*, e sem vinculação com a geração de recursos para cobrir os déficits orçamentários do governo federal. Como resultado, iniciou-se a emissão regular de títulos prefixados, inaugurando-se, ainda, o processo de colocação desses títulos a partir de oferta pública a preços competitivos, os leilões. Para além, a participação das LTNs experimentou um relevante aumento no total da dívida nos primeiros anos da década de 1970 – passando de 5% em 1970 para 33,6% em 1972 –, reflexo de sua utilização para fins de política monetária, sendo mais ativamente utilizada por meio das operações de mercado aberto (PEDRAS, 2009). Como consequência, entre 1972 e 1975, o prazo médio da dívida constatou forte expansão, devido ao significativo incremento nos prazos das ORTNs, haja vista que as ORTNs de prazos mais curtos foram sendo gradativamente substituídas pelas LTNs (FERNANDES; TUROLA, 2006).

Essas operações, após a colocação de títulos públicos federais em níveis superiores aos déficits fiscais, diante das limitações do redesconto e do compulsório⁵⁰ como utilizados no período 1967-1973 e da criação das LTNs, assumiram importância crescente, pois intentavam regular a liquidez da economia. Ao mesmo tempo em que tornava-se possível “[...] reduzir paulatinamente a taxa dos depósitos compulsórios em moeda permitindo que parcela crescente dessas reservas pudesse ser atendida pela compra de títulos federais e outras aplicações alternativas.” (SILVA, 1981, p. 172).

Dessa forma, “As operações de mercado aberto se firmaram [...] como um instrumento importante e duradouro da política monetária no Brasil.” (LAGO, 1990, p. 255) e, assim, em 1973 a participação dos títulos da DPF no total de haveres monetários e não monetários chegaria a 17,7% (sendo 9,7% das ORTNs e 8% das LTNs) e os haveres financeiros teriam um forte crescimento real, excedendo amplamente o crescimento do PIB: “[...] passou de 30% do produto em meados da década de 60 para fração superior a 50% do produto interno em meados dos anos 70.” (SILVA, 1981, p. 21).

Iniciava-se, destarte, um novo período da dívida pública brasileira, reforçando o alcance do segundo objetivo antes citado, pois, “[...] agora sim, a dívida pública passou a ser

⁵⁰ Para saber mais sobre os limites das políticas tradicionais de controle de preços, ver LAGO (1990, p. 253-255).

não somente um instrumento de financiamento do governo, como também uma importante aliada na condução da política monetária.” (PEDRAS, 2009, p. 61). Por sinal, vale ressaltar o relativo sucesso da política de endividamento implementada desde a reforma financeira de 1964, colocando essa fase como um ponto singular na história da DPFI, pois o fim da década de 1960 e início de 1970 foram, no sentido econômico, profícuos para o País, podendo dar parcial responsabilidade por tal resultado às reformas financeiras implementadas na década de 1960⁵¹.

As taxas de crescimento⁵² apresentaram níveis elevados, tanto para os padrões históricos brasileiros, quanto internacionais, a inflação era ainda menor que na década anterior, a indústria cresceu a patamares elevados (13% a.a. de média) e houve uma sensível melhora do BP, registrando superávits crescentes ao longo do período do ‘milagre econômico’, possibilitado pelo expressivo aumento nas exportações de US\$ 1,6 bilhão em 1967 para US\$ 6,2 bilhões em 1973. Esse resultado foi visivelmente favorecido pela política monetária, uma vez que os meios de pagamento cresceram a uma taxa média anual de 14% entre 1968 e 1973, ante 5% entre 1964-67, tendo o crédito seguido a mesma trajetória, crescendo 17% entre 1968-73 – ante os mesmos 5% do período anterior (HERMANN, 2011).

Entre os fatores das reformas financeiras que contribuíram ao ‘milagre econômico’, é possível citar, tal qual Studart (1995), ao menos três pontos:

- a) a transferência das operações das companhias financeiras ao crédito para consumo possibilitou o maior *boom* nos consumos duráveis já visto no País;
- b) a especialização dos bancos de investimento no financiamento de capital de giro possibilitou as bases de financiamento para a expansão do setor industrial; e, finalmente;
- c) a criação do sistema financeiro de habitação, a partir da Lei 4.380, trouxe os mecanismos para financiar o rápido crescimento no setor de construção (sendo este e o de consumos duráveis os que mais se expandiram no período).

Todos estes pontos relacionam-se com a diversificação da estrutura financeira do País, sendo que a criação de um mercado de dívida pública teve papel importante nesse processo.

A despeito do planejado pelo governo com as reformas de 1964-67 de um sistema de financiamento baseado em mercado de capitais⁵³ – como o dos EUA –, esse resultado muito se explica, por outro lado, por um modelo alicerçado no crédito público e externo, garantindo o ‘milagre’ (HERMANN, 2002). A melhoria no BP, por exemplo, deve em grande parte a

⁵¹ Para saber mais sobre os fatores responsáveis pelo milagre econômico, ver Studart (1995, cap. 8).

⁵² Entre 1968 e 1974 a economia brasileira cresceu a uma taxa média anual de 10,8% (PEDRAS, 2009).

⁵³ Algo que só ocorreria, cabe citar, a partir do fim da década de 1980 (HERMANN, 2002). E, nesse sentido, pode ser visto como uma falha da reforma financeira implementada em 1964-67.

elevação acentuada do ingresso de capitais externos devido à abertura financeira: a dívida bruta externa brasileira passou de US\$ 3,4 bilhões para US\$ 14,9 bilhões entre 1967 e 1973. Esse fato possibilitou, inclusive, o aumento das reservas internacionais pelo BCB, saltando de US\$ 0,2 bilhão, em 1967 para US\$6,4 bilhões em 1973, bem como o aumento da competição e da eficiência do mercado financeiro brasileiro⁵⁴.

Apesar dos ganhos já citados no mercado de dívida pública desde 1964, algumas heranças negativas desse período podem ser citadas: a correção monetária e a elevação da dependência externa do País. Sobre aquela, trata-se dos seus efeitos perversos sobre a dinâmica de preços, já que esse modelo de estabilização possuía uma contradição inerente, uma vez que “Um dos remédios – a correção monetária – tinha também o efeito de reproduzir a própria doença.” (HERMANN, 2011, p. 53), ou seja, a inflação⁵⁵. Ainda, a indexação aumentava as taxas nominais de juros e, dada a incapacidade do governo de impor essa prática também nas instituições privadas (bem como devido à criação das LTNs, que não a possuíam), acabou por se criar um sistema financeiro fragmentado – em que ativos indexados e não indexados coexistiam –, o que, segundo Studart (1995), aumentava o escopo para especulação e a fragilidade do sistema. Finalmente, com um mercado financeiro altamente especulativo e a persistência da inflação, aumentava-se, ao invés de reduzir, a aversão ao risco das instituições financeiras e dos poupadores, levando à permanência de um mercado dominado por operações de curto prazo, legando, ao Estado, as operações de prazos longos.

A elevação da dependência externa do País se deu, sobretudo, em dois setores: o industrial (bens de capital, petróleo e seus derivados, a partir do aumento das importações) e financeiro, “[...] este como reflexo da política de endividamento [...]” (HERMANN, 2011, p. 70), aumentando a vulnerabilidade financeira externa da economia. Isso ocorreu especialmente pela estratégia governamental de desenvolvimento (em que se pesem os empréstimos externos realizados por empresas públicas a fim de financiar o II PND) e ao fato da reforma financeira ter aberto oportunidades, a partir especialmente da Resolução nº 63 do BCB⁵⁶, para as firmas e os bancos tomarem empréstimos externos (em condições muito melhores que as disponíveis internamente) que, aliado às excepcionais condições do mercado externo na década de 1970 e aos reduzidos canais de financiamento domésticos, deram tal

⁵⁴ Para encontrar indicadores que corroboram este argumento, ver Hermann (2002). No entanto, esse processo gerou concentração bancária.

⁵⁵ Algo que só duas décadas depois o governo e a sociedade como um todo se dariam conta. Para encontrar outros insucessos do período, sobretudo em relação à reforma bancária, ver Hermann (2002).

⁵⁶ Essa resolução facultava aos bancos de investimento ou de desenvolvimento privados e aos bancos comerciais autorizados a operarem em câmbio promoverem a contratação direta de empréstimos externos destinados a ser repassados a empresas no País.

impulso ao empréstimo estrangeiro, indo além, segundo Studart (1995), dos requerimentos financeiros da economia. Por exemplo, devido a tais especificidades e mudanças legais, os empréstimos externos sofreram um salto de US\$ 373 milhões em 1964 para US\$ 508 milhões em 1966, aumentando contínua e fortemente de US\$ 583 milhões em 1968 para US\$ 4,5 bilhões em 1973⁵⁷.

Essas condições mostrariam seus riscos e desafios a partir de meados da década de 1970 com os efeitos do primeiro choque do petróleo, quando o desenvolvimento sustentável, e não àquele puxado pela demanda e pela capacidade ociosa, se mostrou necessário. Iniciava-se uma nova fase no desenvolvimento do Brasil, momento em que o País teve que encarar importantes desafios internos e externos para a continuação do seu crescimento. No âmbito interno, a economia mostrava sinais de exaustão do crescimento começado em 1967, chegando ao topo da produção industrial, o que elevava a inflação e reduzia a procura por capital fixo. Somava-se a isso o fato do setor industrial limitar-se ao tamanho do mercado consumidor de bens duráveis (que era pequeno e havia tido grande demanda no período anterior) e da indústria nativa de bens de capital ainda não ser sofisticada o suficiente para prover investimento em bens tecnologicamente mais avançados requeridos nessa fase de crescimento. No externo, as elevações no preço do petróleo causaram significantes problemas no BP, fazendo com que, segundo Mollo (1977), o endividamento deixasse de impulsionar o crescimento para, ao contrário, inibi-lo (ainda mais se levando em conta que 80% do petróleo advinha de importação e que esta havia aumentado bastante nos anos anteriores).

Já em 1974, as taxas de crescimento caíram pela metade, as taxas inflacionárias foram duplicadas em relação ao ano anterior⁵⁸ e o País se viu em um quadro de dependência com restrição externa, já que, com os novos preços, comprimia-se a capacidade de importação e, logo, de crescimento do País. Ademais, as altas e instáveis taxa de inflação trouxeram como resposta a redução da maturidade média dos títulos públicos federais de 23,7 meses em 1975 para 13,5 em 1979, segundo Garcia *et al.* (1999). O encurtamento dos prazos foi exercido por intermédio de alguns expedientes, dos quais o mais importante foram as cartas de recompra, introduzidas através da Resolução nº 366/76. Nada mais eram do que um processo de colocação no mercado de títulos públicos com a garantia de recompra após um prazo preestabelecido e a um preço previamente estipulado ou pelo preço de mercado do dia da

⁵⁷ O Brasil foi o quarto maior receptor líquido de recursos externos no período de 1964 a 1967 (RESENDE, 1990).

⁵⁸ Segundo Simonsen (1995), a indexação completa da economia foi importante e permitiu um crescimento acelerado, mas institucionalizou a espiral 'preços-salários'.

recompra. Isso acabou por proporcionar um aumento do grau de liquidez dos títulos federais e uma redução muito forte do risco para os detentores de ativo.

Sobre as instabilidades a partir de meados de 1970, vale citar que, de acordo com Studart (1995), as inadequações do sistema financeiro que emergiu após as reformas financeiras de 1964-67 e suas consequências ao desenvolvimento na década de 1970 e 1980 são negligenciadas pela literatura, tendo em vista a intensidade dos choques do petróleo e das taxas de juros. Para além, o autor acredita que, ao invés dessas reformas terem reduzido as fraquezas do sistema financeiro brasileiro, em certos aspectos as pioraram, não sendo funcionais no processo de desenvolvimento.

Primeiramente, apesar do aprimoramento na capacidade de criação de crédito da estrutura financeira privada, esse se direcionou à operações de curto prazo, sendo que, devido à indexação, as taxas de juros aumentavam, elevando o endividamento das empresas e das famílias, elevando, como consequência, a fragilidade do sistema financeiro. Em segundo lugar, os mecanismos para financiar o investimento nunca se desenvolveram amplamente e, pelo contrário, eram desencorajados pelo crescente caráter especulativo dos mercados financeiro. Ainda, pela falta de mecanismos de financiamento, as fontes de empréstimos de longo prazo continuavam se apoiando no Estado. Isso aumentava, contudo, a relação entre a dívida e as operações de esterilização necessárias para conter a expansão da liquidez causada principalmente pelos aumentos nos empréstimos externos (que, com taxas de juros mais elevadas, tornava o processo mais custoso, aumentando a dívida pública). Finalmente, dada a relação entre as dívidas interna e externa, a última disfuncionalidade diz respeito à utilização do financiamento externo: por permitir acesso mais fácil ao sistema bancário internacional num momento de altíssima liquidez (alimentada pelos petrodólares e somando-se o recuo das taxas de juros internacionais a partir de 1975, caindo a *prime rate* de 10,8% a.a. para 6,8% em 1977 (HERMANN, 2002)⁵⁹, com condições ainda ruins nacionalmente, o resultado foi um aumento sem precedentes da dívida externa, sem, por sinal, estar relacionado à reais necessidades de financiamento. Ao aumentar a dívida externa, aumentava o seu custo de financiamento, tornando a utilização desse mecanismo pouco útil ao desenvolvimento do Brasil.

Outra crítica realizada por Studart (1995) diz respeito à visão tradicional dos economistas do governo acerca da necessidade de poupança prévia – isto é, a fonte última de financiamento seria a poupança –, fazendo com que esses acreditassem que a parceria entre as

⁵⁹ Características estas indispensáveis à viabilização do II PND, por sinal.

esferas produtivas e financeiras deveriam se basear no estímulo à poupança individual. Isso fazia com que uma das linhas básicas da reforma financeira fosse garantir altas taxas de juros aos poupadores e baixas taxas aos tomadores de empréstimo e investidores em geral, culpando a Lei de Usura e a alta inflação pelos retornos negativos aos poupadores; e os crescentes *gaps* entre as taxas de empréstimo e depósito pela falta de competitividade e pela ineficiência da estrutura do SFB, todas associadas total ou parcialmente a alguma forma de intervenção governamental mal realizada.

Em suma, quatro foram as inovações implantadas pela reforma financeira da década de 1960:

- a) a introdução da indexação;
- b) o estabelecimento de instituições financeiras que se especializassem no financiamento de longo prazo, em que se pesem os bancos de investimento e sistema financeiro de habitação;
- c) incentivos fiscais a fim de estimular a compra de títulos e ações; e;
- d) a Resolução 63, que abriu o acesso aos empréstimos externos pelas firmas nacionais.

Com isso, planejava-se trocar o Estado e a inflação como fontes de financiamento pela poupança advinda do setor privado. Com a criação dos bancos de investimento, da indexação, dos incentivos ao mercado de ações e com a redução da capacidade de empréstimo do Banco do Brasil, intentava-se corrigir as principais distorções do mercado de capitais, acreditando que, quanto mais livre, um mercado mais competitivo conseguiria aumentar a poupança privada e os fundos de empréstimos a fim de financiar o desenvolvimento.

No entanto, consoante Studart (1995) – tal qual Hermann (2011) supracitada – não foi isso que ocorreu. Primeiramente, o governo nunca conseguiu estender a indexação ao setor privado, que continuou operando com taxas nominais e com ágios entre os empréstimos e a tomada desses. Em segundo lugar, a maturidade dos títulos não foi alongada como desejado, permanecendo, pelo contrário, com operações de curto prazo e de caráter especulativo. Terceiro, a segmentação inicial rapidamente deu lugar (uma vez que havia perdido seu sentido) a um processo de conglomeração financeira liderada pelos bancos comerciais privados. Quarto, os investimentos de longo prazo continuaram se apoiando no Estado e nas agências governamentais. Finalmente, a dívida externa logo se tornou uma fonte de instabilidade ao invés de ser um complemento aos fundos de empréstimos disponíveis. Esses desvios, cabe dizer, eram fortemente relacionados uns com os outros.

Voltando especificamente à dívida pública, o aumento inflacionário da década de 1970 levava novamente a uma preferência por parte dos investidores pelas ORTNs, que possuíam correção monetária, em detrimento das LTNs. Essa tendência se verificaria durante toda a década e, como resultado, a participação dos instrumentos prefixados, que havia chegado a 52% em 1977, ao terminar a década encontrava-se em 41%, e cairia ainda mais nos anos posteriores (PEDRAS, 2009). A redução do estoque da dívida como percentual do PIB, que caiu de 6,4% em 1979 para 4,2% em 1980, deu-se quase integralmente em cima da redução do estoque de LTNs, aumentando, indiretamente, a maturidade média da dívida para 20 meses em 1980 (GARCIA *et al.*, 1999).

Tabela 2 - Evolução da Dívida Mobiliária Brasileira, de 1970 a 1979, anual

Ano	Razão Dívida/PIB (%)	Crescimento Real da Dívida Pública (%)	Parcela da dívida em poder do Público (%)	Parcela da dívida em poder do BCB (%)	Prazo médio da dívida total (meses)
1970	4,4	-	98,5	1,5	16,1
1971	4,5	16,6	95,5	4,5	17,0
1972	5,4	41,3	92,9	7,1	13,8
1973	5,9	48,7	89,4	10,6	16,8
1974	5,3	-1,8	90,5	9,5	21,2
1975	6,2	30,5	90,5	9,6	26,2
1976	7,2	23,5	92,0	8,0	21,2
1977	7,1	10,0	89,1	10,9	17,5
1978	7,4	8,1	89,2	10,8	14,8
1979	6,4	-7,0	89,5	10,5	13,5

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Séries Históricas - Dívida Pública da Andima (1993)

Para resumir o que foi até aqui exposto, os números da dívida na década de 1970 podem ser vistos na Tabela 2 acima. Como pode ser visto, a razão dívida/PIB aumentou, bem como a parcela da dívida em poder do Banco Central, fruto da utilização dos títulos públicos em operações de *open-market*. No que diz respeito aos títulos em poder do público, sua redução no fim da década se dá, para além do aumento do BCB, devido às modificações na metodologia de correção monetária, rendendo menos do que a inflação⁶⁰. Finalmente, pode-se

⁶⁰ Loureiro e Barbosa (2003) destacam que as inúmeras quebras de contrato, alterações de metodologias, e desequilíbrios nas finanças públicas, ocorridas desde 1964, reduzem a credibilidade dos agentes em relação ao governo, fazendo com que se cobrassem prêmios de risco maiores para demandarem os títulos públicos e, logo,

ver uma tentativa de aumento do prazo médio da dívida, mas que foi, no fim da década, revertida.

Por fim, a Tabela 3 mostra a evolução dos títulos na DPMFi. De forma geral, o que pode se perceber é uma redução das ORTNs em oposição ao aumento das LTNs, com crescimento muito expressivo logo após sua criação. Estes são títulos prefixados, mas com prazos inferiores, utilizados mormente em operações de mercado aberto. As suas variações dizem muito respeito à conjuntura econômica do período (sobretudo os cálculos de correção monetária e a inflação), o que fazia com que títulos de maior ou menor prazo fossem demandados, e alteravam o rendimento destes.

Tabela 3 - Evolução da Dívida Mobiliária Brasileira, de 1970 a 1979, dezembro, anual

Ano	Taxa de crescimento real (%)		Participação (%)	
	ORTN	LTN	ORTN	LTN
1971	2,63	249,35	84,76	15,24
1972	19,33	236,29	66,37	33,63
1973	13,27	35,50	62,26	37,74
1974	17,78	-15,12	69,59	30,41
1975	37,02	18,81	27,47	72,53
1976	-5,29	99,98	55,56	44,44
1977	-13,31	18,16	47,84	52,16
1978	10,68	8,29	48,39	51,61
1979	-13,25	-42,90	58,75	41,25

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Andima (1993) e Séries Temporais do BCB (2015).

Ainda, acerca da crescente dívida externa, para cumprir os encargos seria necessário:

a) gerar superávits comerciais (a fim de compensar, total ou parcialmente, as despesas financeiras, e controlar os déficits em conta corrente);

b) captar novos recursos no mercado externo para refinarçar a dívida e amenizar os déficits correntes com superávits na conta de capital; e/ou;

taxas de juros maiores, acelerando o crescimento da dívida. Por sinal, segundo os autores, é isso (somado a ausência de reformas fiscais mais intensas) que impede que em 1990, com a estabilidade monetária e a abertura financeira, não se consiga alcançar taxas de juros compatíveis com o nível internacional.

c) realizar um forte ajuste externo, o que inevitavelmente causaria recessão e, logo, não era desejável.

Nos dois primeiros casos, no entanto, o País se tornaria mais dependente do mercado internacional e, conseqüentemente, mais vulnerável a seus reveses.

As duas primeiras opções, então, requerem condições, que, em suas ausências, comprometem o crescimento econômico e/ou a estabilidade monetária. A geração de superávits comerciais, além de uma política cambial adequada, necessita uma demanda externa em crescimento; a emissão de novas dívidas, um mercado internacional com disponibilidade de liquidez e receptivo a novas dívidas do país devedor. É exatamente a ausência dessas condições o que ocorreu em meados de 1979, com o segundo choque dos preços do petróleo⁶¹, “[...] interrompendo, dessa vez de forma duradoura, o fluxo de capital dos países industrializados para aqueles em desenvolvimento.” (HERMANN, 2011a, p. 77).

Ademais, os termos de trocas internacionais se deterioraram e os bancos centrais dos países industrializados, em geral, elevaram suas taxas básicas de juros, aumentando os déficits em conta corrente do País (através da retração das importações dos países industrializados e do aumento das despesas com a DPFe – grande parte contratada a taxas flutuantes) e dificultando a captação de novos empréstimos pelos países endividados. Com isso, a compensação dos déficits em conta corrente a partir de superávits na conta de capital, tal qual realizado durante o ‘milagre’, não era mais possível.

O resultado desse cenário internacional foi o racionamento do crédito para os países altamente endividados (a maioria da América Latina) e a deflagração da ‘crise da dívida’ na década de 1980 – considerada como ‘década perdida’ na literatura econômica –, forçando os países latino-americanos a renegociarem e, incapazes de refinar as elevadas despesas financeiras em dólares, até mesmo declararem moratória da dívida externa. O primeiro foi o México, em 1982, seguindo-se, à moratória, longo período de estancamento do fluxo de capital para os países em desenvolvimento. Assim, sinalizava-se que o processo de substituição de importações, vigente desde 1930 no País, e reforçado pelo II PND⁶², implementado em 1974, haviam se esgotado (apesar do programa ter o mérito de alterar o estágio de desenvolvimento industrial brasileiro, internalizando, em larga medida, os setores

⁶¹ Para encontrar detalhes dos aumentos do preço do petróleo no primeiro e no segundo choque, ver Hermann (2011).

⁶² Para saber mais sobre os objetivos do II PND e a escolha governamental pelo ajuste estrutural, ver Castro e Souza (1985), Castro (2004), Carneiro (2002), Fonseca e Monteiro (2008) e Studart (1995, cap. 9). É possível entender, por sinal, que entre 1974 e 1980 a *performance* econômica foi relativamente satisfatória, apesar das dificuldades e da progressiva piora econômica, devido à ousadia, tal qual destaca Herman (2002), do programa.

de bens de capital e insumos industriais), com o forte aumento inflacionário (chegando aos três dígitos), a redução do crescimento econômico (negativo em 1981: -4%) e a deterioração das contas públicas e externas (TAVARES, 1972).

Finalmente, ainda no fim da década de 1970, se faz essencial citar a criação de um sistema fundamental para a dívida pública até os dias atuais, que, naquele período, intentava dar maior transparência e agilidade às operações de mercado aberto que proliferaram a partir da década de 1970. Trata-se do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia, o Selic, criado em 1979 sob a égide da Circular 466 e constituindo-se enquanto um “[...] sistema informatizado que se destina à custódia de títulos escriturais de emissão do TN, bem como ao registro e à liquidação de operações com esses títulos [pelo seu valor bruto e em tempo real].” (BCB, 2013, p. 16). Nesse sentido, este sistema, gerido pelo BCB e operado em parceria com a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima), desempenha um papel importante nos Sistemas de Pagamentos Brasileiro (SPB), atuando como depositário central (quase total) dos títulos da DPMFi, efetuando as operações do mercado aberto e de redesconto com títulos públicos, decorrentes da condução da política monetária⁶³, bem como emitindo os títulos para fins fiscais. O Selic fazia com que as operações se tornassem mais eficientes e fossem mais bem coordenadas pelo BCB, possibilitando assim que os títulos públicos pudessem se tornar substitutos quase perfeitos das reservas bancárias.

Nesse ponto, dois comentários se fazem necessários. Primeiro, o Selic será ainda bastante retratado no próximo capítulo, exatamente por acreditar que ele é ponto central para entender as anomalias existentes no mercado de dívida pública brasileira, foco do presente trabalho, sobretudo no que se refere à relação entre as políticas monetária e fiscal. Em segundo lugar, é preciso diferenciar o Selic da (taxa) Selic (artigo masculino em oposição ao feminino): aquele é o sistema antes citado, estruturador do mercado de dívida pública brasileiro; enquanto esta deriva daquele e é calculado como “[...] a média das taxas de juros praticadas nas operações compromissadas de prazo de um dia útil [*overnight*] com títulos públicos federais registrados [e liquidados] no Selic.” (BCB, 2013, p. 16).

Em suma, com o exposto até aqui, é possível afirmar que a reforma financeira de 1964-67 provou ser exitosa em diversificar a estrutura financeira do País, especialmente ao criar um mercado de dívida pública nacional e instituições especializadas no fornecimento de crescimento para consumo e habitação, aumentando os ativos líquidos com a introdução de

⁶³ Para saber informações operacionais sobre o Selic, ver BCB (2013, 2014) ou acessar <http://www.bcb.gov.br/?selic>.

títulos indexados de curto prazo que competiam com títulos não indexados. Ainda, forneceu terreno para a recuperação econômica e deu as bases para o *boom* visto no ‘milagre econômico’, utilizando-se de capacidade não utilizada acumulada nos anos de recessão. Entretanto, as reformas falharam naquilo que pode ser visto como um dos principais aspectos: o desenvolvimento de mecanismos de financiamento privado de longo prazo (LAGO, 1990), impossibilitando a transformação da grande acumulação em riqueza financeira em recursos que fossem úteis ao investimento produtivo, ou seja, suportando a continuação da acumulação de capital. O resultado disso foi uma grande riqueza financeira acumulada em uma velocidade maior que o processo de financiamento da acumulação de capital, sem relação direta com esta (STUDART, 1995)

Como consequência, quando o limite da capacidade produtiva foi alcançado e o investimento precisou aumentar, o problema da lacuna de financiamento de longo prazo foi ainda pior do que antes da reforma, sentida em toda sua extensão com a escolha governamental pelo II PND. Com isso, o governo teve que implementar medidas *ad hoc* a fim de aumentar a oferta de financiamento, tendo como estratégia financeira a crescente participação no financiamento da acumulação de capital e na intermediação dos empréstimos externos a fim de direcionar investimentos aos considerados ‘pontos de estrangulamento’ da economia brasileira (identificados como responsáveis pela restrição estrutural e externa ao crescimento): infraestrutura, bens de produção (capital e insumos), energia e exportação (HERMANN, 2002). Como efeito, o governo atingiu 40,2% de participação na formação bruta de capital fixo (FBCF), explicado exclusivamente pela atuação das empresas estatais. Ainda, a participação da DPFe entre 1974 e 1980 passou, segundo Pedras (2009), de cerca de 50% para quase 70% da dívida total, crescendo US\$ 10 bilhões entre 1974 e 1977, além de outros US\$ 10 bilhões nos dois anos seguintes (CARNEIRO, 1990), o que naturalmente dependia da capacidade do governo de transferir fundos às firmas investidoras e da continuação dos influxos de capital externo em condições razoáveis.

Essas condições foram quebradas pelos choques externos (petróleo e taxas de juros), mas também pela política monetária implementada no período que, para Studart (1995), era inconsistente com a aceleração da acumulação em um sistema financeiro baseado no crédito. Pois, com o recrudescimento da inflação, ganhava ainda mais força a visão de que ela deveria ser controlada pela política monetária, atentando-se, ainda, à atração de poupança externa, o que acabava por criar um ciclo vicioso entre a política monetária e a dívida pública: as altas taxas de juros levavam ao rápido aumento nos ônus financeiros das empresas e a participação do sistema financeiro no PIB. Devido ao alto grau de concentração na economia brasileira e às

altas dívidas, o aumento nos custos financeiros era transmitido diretamente aos preços. Inflações mais altas aumentavam o ímpeto para que a AM absorvesse a liquidez em excesso emitindo títulos do governo e, assim, aumentando a taxa de juros (que se somava à elevação da demanda causada pelo *boom* no investimento).

Além disso, criava-se outro problema: a relação perversa entre as dívidas externa e interna. A tentativa do governo de, ao mesmo tempo, reduzir a demanda agregada e atrair empréstimo externo a partir da manutenção de altas taxas de juros criou, segundo Studart (1995), um *link* entre as dívidas de curto e longo prazo. No curto, o empréstimo externo é obtido, aumentando a oferta de moeda, que acaba por ter um efeito multiplicador e aumentar os lucros (dado o já sabido alto grau de *mark-up* das firmas brasileiras), que, no intuito de reduzir a liquidez e as pressões inflacionárias, leva ao aumento das taxas de juros – o que, naturalmente, aumenta os custos financeiros. No longo, diz respeito ao fato de significativa parte da dívida externa incorrida pelas empresas públicas no período estar relacionada ao aumento da capacidade produtiva, fazendo com que, quando os investimentos já estivessem maturados (próximo a década de 1980), os ganhos de tais investimentos não fossem possíveis pela política anti-inflacionária de controle de preços. O resultado dessa situação foi o governo ter se transformado no principal devedor externo, enquanto o setor privado se beneficiava pelas externalidades do investimento público.

As facetas de curto e longo prazo se reforçavam criando uma ciranda financeira, sobretudo a partir do fim de 1970, em que a fonte de expansão das exportações recaía sobre as empresas privadas, enquanto a dívida externa estava na mão do setor público (CASTRO; SOUZA, 1985). Desse modo, a única forma de pagar a dívida sem expandir a quantidade de moeda seria aumentar a velocidade de expansão da dívida interna, promovendo uma substituição entre esta e a dívida externa, ou seja, um ajuste externo, a partir de ‘esterilizações’, que levava a um desequilíbrio interno (CARNEIRO; MODIANO, 1990; CRUZ, 1984). Esse processo reforçava-se ao fato do aumento da fragilidade financeira, especialmente devido a boa parte da dívida estar relacionada agora à moeda estrangeira, bem como à tendência do governo de manter altas taxas de juros entre 1974 e 1979 e ao aumento da dívida das firmas. O sistema, destarte, acabou em uma situação em que, por um lado, o governo financiava com crescente dívida interna e externa, enquanto, por outro lado, a política monetária contracionista causava rápido aumento nos custos financeiros, danificando a própria situação financeira e de financiamento do governo (STUDART, 1995) – que, junto

com uma política fiscal expansionista, encorajava dívidas interna e externa insustentáveis, resultando em uma economia especulativa e financeiramente frágil⁶⁴.

Não eram, nesse sentido, os gastos de caráter fiscal que davam origem a dívida e, então, ela não se expressava de acordo com os déficits passados. Normalmente, uma dívida deveria expressar déficits acumulados, mas, no Brasil, a situação era, e se perceberá que ainda é, paradoxal: “Não são os déficits que causam e que alimentam a dívida, mas, ao contrário, é esta dívida colossal que provoca novos déficits.” (CORAZZA, 1985, p. 171). Isto, pois no fim da década de 1970 e início de 1980 o resultado primário⁶⁵ era sempre superavitário e há uma pequena queda na relação despesa/PIB. Para além, por não ser uma dívida fiscal, mas primordialmente financeira, a sociedade não se beneficiava dos gastos públicos, nem estes tiveram um significado econômico no sentido de manter a demanda agregada e o emprego.

Assim, pode-se salientar que o processo de deterioração financeira culminado em 1980 está, ao menos em parte, diretamente relacionado às escolhas governamentais de ajuste e desenvolvimento (para consecução da industrialização por substituição de importações) na década de 1970, de crescimento com endividamento pela captação de capitais internacionais (CARNEIRO, 1990; CRUZ, 1984)⁶⁶, e não somente pelos choques do petróleo e dos aumentos das taxas de juros, apesar da importância daqueles em 1973 e 1979 e destes em 1971, 1973, 1979 e 1982, na ampliação dos custos do passivo externo ao longo do período (somando-se ainda às maxivalorizações cambiais efetivadas no Brasil em 1979 e 1983). Esse cenário de armadilha financeira, criada pelos desarranjos de longo período, não deixavam outra alternativa que não fosse a de promover uma das maiores recessões da história do País, especialmente pelas crescentes dívidas e pela escassez nas fontes de financiamento interna, que, pela vulnerabilidade à alterações nas condições de financiamento e crédito, aumentavam a susceptibilidade do sistema à instabilidades financeiras. Afinal, a única forma de evitar uma grande instabilidade financeira seria transferir o ônus da dívida ao governo, o que, mesmo que não intencionalmente, foi o que ocorreu a partir das políticas públicas adotadas no período.

⁶⁴ As resoluções 230 e 432 do BCB explicitam essa situação, pois permitiam as empresas e bancos depositarem no BCB os dólares devidos antes do vencimento das obrigações, transferindo o risco cambial e os custos de futuras desvalorizações para o governo, que se tornava, dessa forma, responsável pela liquidação das dívidas em suas datas de vencimento (HERMANN, 2011a).

⁶⁵ O resultado primário corresponde ao resultado nominal, excluída a parcela referente aos juros nominais sobre a dívida líquida, sendo que os juros nominais são os juros reais mais a atualização monetária. De certa forma, evidencia o esforço fiscal do setor público, sendo possível avaliar o empenho em equilibrar suas contas (PIMENTEL; TUROLA, 2010).

⁶⁶ Em relação a isso, havia internamente uma pressão para exercer um modelo de ajuste não recessivo em 1974, somado ao fato de haver razões políticas no governo Geisel pela continuidade do crescimento econômico, uma vez que esse era utilizado para legitimidade do poder (FONSECA; MONTEIRO, 2008; BRESSER-PEREIRA, 1978).

Nesse sentido, “A reestruturação financeira do setor privado só foi possível em detrimento da saúde financeira do governo e de suas empresas.” (STUDART, 1995, p. 169-170), fazendo com que o Estado, repetindo-se Corazza (1985), pagasse a 'conta a troco de nada'. É esse período e suas implicações sobre a dívida pública que será investigada na próxima seção.

3.3 A DÉCADA PERDIDA E AS CONSEQUÊNCIAS SOBRE A DÍVIDA PÚBLICA: DE 1980 A 1993

Analisar a década de 1980 e o estrangulamento externo que abalou o Brasil é fundamental para se compreender a história da dívida pública brasileira, sobretudo no que diz respeito às suas características atuais. Afinal, as dificuldades enfrentadas pelo País trouxeram a necessidade de alterações institucionais importantes, cujas escolhas frente às condições internas e externas recaem até hoje, sendo que a política econômica, no começo da década, passou a ser totalmente passiva, sendo ditada pelas necessidades de financiamento externo. Em especial, iniciava-se uma fase em que as restrições externas ditavam os rumos da economia, fazendo com que o gargalo antes gerado pela dívida externa deixasse de ser um problema para se tornar uma restrição real e importante, criando importantes dificuldades no equacionamento deste endividamento. Por sinal, apesar do pequeno superávit no BP em 1981, já em 1982 o déficit foi no valor de US\$ 8,8 bilhões, recorde até então.

A DLSPe, que já havia crescido bruscamente na década passada, como já destacado, passou de 9,9% do PIB em 1980 para 32,3% em 1984. Diante disso, o Brasil iniciou conversas com o Fundo Monetário Internacional (FMI) e com a comunidade financeira internacional, adotando políticas em linha com as recomendações do Fundo. Com isso, no início da década tem-se uma série de processos de negociação, reestruturação da dívida externa brasileira e várias cartas de intenção (todas descumpridas), realizadas devido ao Programa para o Setor Externo, de 1983. Resumidamente, é possível separar o período em três fases: entre 1979 e 1980, de elevadas taxas de crescimento; de 1981 a 1983, de recessão; e a partir de 1984 de recuperação das taxas, puxada pelas exportações (HERMANN, 2011a).

Durante toda a metade da década de 1980, a preferência pelas ORTNs continuaram, dadas as expectativas com relação à inflação, a despeito da adoção de prefixação da correção monetária em níveis inferiores aos da inflação em curso (visando, sem sucesso, induzir expectativas de queda inflacionária)⁶⁷. Esta, já entre 1980 e 1981, mais que dobrou, passando

⁶⁷ Ainda, no mesmo ano reduziu-se a frequências dos reajustes salariais, acreditando-se que estes dois fatores (juntamente com a correção monetária) levavam à inflação inercial (HERMANN, 2011a).

de 38,9% a.a. para 91,8%, tendência que se agravaria ano após ano, chegando a patamares sem precedentes. Naturalmente, esse fato aumentava a indexação da economia e, em paralelo, somava-se o início de um processo de redução do prazo dos títulos prefixados ofertados ao mercado. Como efeito, ao final de 1983, as ORTNs novamente representavam o principal instrumento da dívida pública em poder do público, constituindo 96% desta – ante 58,8% em 1979 –, o que significava uma volta aos patamares dos anos 1960. De positivo desse processo, tem-se o aumento do prazo médio da dívida, que passou de 15 meses em 1972 para 26 meses ao final de 1983, uma vez que se trocavam LTNs, mais curtos, por indexados à inflação, as ORTNs, mais longos (PEDRAS, 2009; FERNANDES; TUROLLA, 2006). Ademais, nesse período ganha-se destaque a oferta de ORTNs com correção cambial, com prazo de cinco anos, haja vista as expectativas dos agentes em torno de uma possível desvalorização cambial. Constituía-se, assim, num instrumento coadjuvante da política de atração de capitais externos, em meio à escassez de divisas gerada pela crise mexicana.

No fim da década de 1970 e início de 1980 tem-se a adoção de uma estratégia de ajuste. Resumidamente, este se pretendia não recessivo, combinando controles monetário e fiscal com ajustes de preços relativos que, idealmente, favoreceriam a balança comercial e recuperariam as contas públicas, solucionando, ao mesmo tempo, os desequilíbrios externo e fiscal. No entanto, o que se viu na prática foi um resultado inócuo dos ajustes de preço, uma vez que a aceleração inflacionária corroía rapidamente os aumentos reais obtidos a cada rodada de correção. O aumento dos investimentos públicos e privados e o aumento das exportações do II PND evitaram uma forte recessão. No entanto, o desequilíbrio externo no BP não foi evitado: pelo contrário, houve uma perda importante de reservas internacionais, passando de US\$ 12 bilhões em 1978 para US\$ 7 bilhões em 1980. Essa perda pode ser explicada, segundo Hermann (2011a), pela incapacidade das medidas de desvalorização se tornarem desvalorização real do câmbio; pelo aumento do déficit comercial, puxado pelo aumento dos preços, a despeito do aumento das exportações; pelo aumento do *quantum* das importações; devido à elevação dos juros internacionais, que aumentavam as despesas com rendas; e, finalmente, dado o fato dos superávits em conta corrente não serem suficientes para cobrir os déficits correntes, tornando o BP deficitário.

Nesse sentido, a falta de sucesso da estratégia de ajuste inicial implementada em 1979-1980, aliado ao agravamento do cenário externo (dada a crise da dívida latino-americana), levou o governo a assumir medidas de caráter explicitamente recessivo. Nessa visão, a política monetária ganhava destaque a partir da manutenção de juros reais elevados que atuaria de duas formas sobre o BP: diminuindo o déficit em conta corrente, através da redução

da absorção interna, e, ao estimular as empresas, inclusive estatais, para o mercado internacional em busca de juros menores, atrairiam capital estrangeiro para financiar aquele déficit. Este não seria eliminado, reconhecidamente, em curto prazo. Essa política restritiva foi implementada até o fim do governo Figueiredo, gerando recessão de -2,2% no período 1981-1983 (HERMANN, 2011a).

Essa recessão gerou reversão dos déficits na balança comercial, característica da década de 1970. Entretanto, isso não possibilitou a amenização das perdas das reservas internacionais pelo país, pois, dados os altos juros, em 1981 as despesas com renda deram um salto para US\$ 10,3 bilhões (ante US\$ 7 bilhões no ano anterior), e outro em 1982, para US\$ 13,5 bilhões. Ainda, diante dos riscos atribuídos aos países altamente endividados, tal qual o Brasil, especialmente após a moratória do México, os juros altos no mercado interno não foram capazes de atrair capital suficiente para cobrir as novas despesas. Isto posto, as reservas internacionais chegaram a US\$ 4 bilhões em 1982 (o equivalente a 2,5 meses de importação); e só não reduziram ainda mais, segundo Hermann (2011a), pela primeira injeção por parte do FMI de US\$ 4,2 bilhões na conta capital, ao fim de 1982. Diga-se de passagem, esse contato com o FMI levou, segundo a autora, a uma política monetária ainda mais restritiva, fazendo com que a queda real da Base Monetária (BM) M1 e do crédito ao setor privado chegassem, respectivamente, a 36% e 26%, em 1983. No biênio 1983-1984 a política fiscal também se tornou restritiva, algo que não tinha ocorrido até então. A carga tributária foi elevada e os investimentos públicos drasticamente cortados, contribuindo para a redução da taxa de investimento da economia para 20% em 1983, ante 23% em 1983.

Com essa política fiscal mais restritiva, atingia-se não somente a demanda agregada, mas também o déficit público. Por sinal, sobre isso vale ressaltar que a inflação erodia a receita real do governo, caracterizando o chamado ‘efeito Tanzi’: quando há uma defasagem entre o fato gerador do tributo e o momento quando ele é efetivamente arrecadado pelo Estado, sendo que, quando há altas inflações, ou seja, desvalorizações da moeda, menor será a arrecadação governamental. Assim, as maxidesvalorizações realizadas em 1979 e a política de juros altos afetavam as despesas financeiras do setor público, elevando os encargos com a dívida interna (com os altos juros reais e a correção cambial) e externa (grande parte dela de responsabilidade do governo, devido às Resoluções 432/230).

Importante ressaltar que a indexação foi uma estratégia fundamental para facilitar o financiamento dos déficits governamentais, pois protegiam os rendimentos dos títulos contra a corrosão inflacionária e contra o elevado custo de oportunidade representado por possíveis desvalorizações cambiais. Entretanto, no ambiente instável encontrado na década de 1980, a

indexação acabou por se tornar uma armadilha, pois, com o recrudescimento da inflação, as correções cambiais e a política de juros altos e, paralelamente, as Resoluções 432 e 230, mantinham o déficit nominal e, portanto, a dívida pública, em crescimento, mesmo diante da política fiscal restritiva. Essa, por sua vez, se tornava também cada vez menos eficaz para gerar saldos primários (não financeiros) positivos, porque a política monetária e a instabilidade do período, de acordo com Hermann (2011a), golpeavam duplamente a capacidade de arrecadação do governo – pela retração da economia e pelo “efeito Tanzi”. Assim sendo, a despeito da política fiscal restritiva, o déficit nominal do governo e a DPMFi subiram, respectivamente, para 24,6% e 14,3% do PIB em 1984.

Ademais, a perda de credibilidade da correção monetária dos papéis do Governo e o risco de *default* instaurado principalmente após a crise da dívida externa de 1982-1983 fizeram com que o BCB fosse obrigado a fazer uso generalizado das opções de recompra. Com isso, o BCB assumia informalmente o compromisso de manutenção de rendimento dos títulos superior à taxa *overnight*. Com a possível mudança da taxa, o BCB recompraria os títulos e venderia novos, com rendimentos compatíveis ao novo nível da taxa de juros básica. Com isso, fortalecia-se o hábito curto-prazista, transformando os títulos em uma ‘quase-moeda’ e afastando-se de aplicações de longo prazo. Por outro lado, isso acabou por impulsionar o mercado secundário, uma vez que as instituições financeiras podiam operar empréstimos de curtíssimo prazo, lastreados em títulos públicos federais rendendo *over*, e oferecer a seus clientes investimentos com liquidez imediata, cobrando um *spread* praticamente sem risco de juros (EMÍLIO; SOARES, 2001). O maior problema é quando esta visão propaga para todo o mercado, pagando riscos incorretos pelos títulos e dificultando a visão de longo-prazo de utilização da dívida por parte da política fiscal, por exemplo. Seria esse um dos problemas do mercado Selic até hoje no Brasil, como ainda será visto.

Já em 1984 e 1985 o crescimento econômico se deu de forma mais acentuada, 5,4% e 7,8%, respectivamente, algo que, no entanto, não garantiu o controle do déficit público, obrigando o governo, dado o recrudescimento da inflação, a implementar uma política monetária ainda mais restritiva, levando a taxas de juros reais em altos patamares – próximo a 10% a.a., acumulando variação positiva de 23,33% entre 1984 e 1985, recorte até então, segundo Loureiro e Barbosa (2003). O insucesso no combate à inflação pelas vias ortodoxas reforçava a necessidade de se encontrar novas alternativas, bem como de controlar não só a inflação, mas também o endividamento público. Para além, a situação fiscal trazia a necessidade de se reforçar a estrutura institucional, com o intuito de conter os elevados déficits públicos. Afinal, as soluções encontradas para lidar com as dificuldades de

refinanciamento dos títulos em mercado foram a redução dos seus prazos (de 31,2 meses em abril de 1983 para 10,4 meses ao final de 1985, o menor valor observado até então, sobretudo pela inflação que ultrapassava a casa dos 200% a.a.) e a maior colocação de instrumentos pós-fixados, utilizando-se de medidas alternativas às tradicionalmente implantadas apenas a partir de 1986 (PEDRAS, 2009).

Cabe salientar, em adição, que esta política até 1986 só foi possível graças ao pequeno estoque de dívida, inferior a 10% em relação ao PIB. Sendo o nível de endividamento elevado, uma redução do prazo e aumento das taxas de juros (concomitantemente com a elevação da inflação) poderia aumentar de forma insustentável a dívida, levando à percepção de insolvência por parte dos demandantes de títulos públicos, intensificado pelo momento crítico em que o País estava vivendo, com dimensão e duração ainda desconhecidos (PEDRAS, 2009).

A despeito disso, entre 1985 e 1989, o déficit público nominal expandiu-se a uma taxa média superior à da primeira metade da década, tornando-se cada vez mais problemático, particularmente devido ao estoque da dívida pública que alcançava somas consideráveis. Isso fazia com que os encargos com os juros da própria dívida, associados aos altos níveis inflacionários, passassem a pesar significativamente no déficit público. Esta aceleração crônica do déficit público, como consequência, fazia com que a dívida pública em títulos federais no mercado se expandisse rapidamente “e, assim, estava formado o círculo vicioso” (FERNANDES; TUROLLA, 2006). A tendência no comportamento dos títulos públicos federais, registrada no começo da década, no entanto, continuou: em 1985, as ORTNs correspondiam a quase 100% da dívida doméstica em poder do público e as LTNs representavam pouco mais de 3%, com prazo médio inferior a um mês. Ainda, o prazo reduzia-se cada vez mais, com a colocação de ORTNs e LTNs cada vez mais curtas. Como resultado, devido à explosão do nível geral de preços, há uma mudança de perfil nos agentes econômicos, sobretudo no que tange à demanda por moeda. Estes passam, ainda mais, a privilegiar a flexibilidade e a liquidez, o que é percebido pela procura exacerbada por aplicações de curtíssimo prazo. Dessa forma, a dívida mobiliária era financiada principalmente no curtíssimo prazo por meio das aplicações no *overnight*: em 1985, na casa dos 70%. Segundo Fernandes e Turolla,

Desse modo, a indexação assumia nitidamente uma função bastante distinta daquela exercida na década de sessenta e setenta, ou seja, de uma alternativa de investimento não-inflacionário aos déficits públicos, transformou-se em lastro da chamada moeda indexada. (2006, p. 223).

Com isso, dadas às dificuldades enfrentadas no âmbito fiscal e o prolongado período em que as ORTNs e as LTNs lastrearam o mercado aberto, em meados de 1980 a necessidade de mudanças na estrutura institucional da área fiscal se faz urgente, sendo 1986 um ano fundamental no aspecto institucional da dívida pública brasileira, a partir da adoção de medidas profundas que possibilitariam um maior controle fiscal. Entre essas, vale citar a extinção da Conta Movimento (que possibilitava a criação de moeda por parte do Banco do Brasil e, dessa forma, tornava-o uma AM paralela ao BCB, suprindo os desequilíbrios de fundo deste), bem como a criação de importante instituição, a Secretaria do Tesouro Nacional (STN), a partir do Decreto nº 92.452, de agosto daquele ano, a fim de centralizar o controle dos gastos públicos e, sobretudo, possibilitar o seu controle mais efetivo. Ainda, a visão da necessidade de se ter uma distinção institucional entre as políticas de dívida e monetária, aliada à maior preocupação com a necessidade de controle e monitoramento da dívida interna, levaram a transferência da administração da dívida pública do Banco Central para o Ministério da Fazenda. Essa função ficou a cargo da STN, a partir do Decreto nº 94.443, de junho de 1987, determinando a transferência das atividades relativas à colocação e ao resgate da dívida pública. Nesse sentido, o BCB ficou proibido de emitir títulos em nome do TN, ficando, conforma afirma Paula (1997), limitado a fazer operações no mercado monetário somente com títulos de sua própria carteira, deixando toda a responsabilidade pela dívida com o TN. Segundo Pedras (2009), entre as funções delegadas à STN, previstas pela Portaria MF nº 430, vale citar:

- a) o controle físico/financeiro da dívida emitida;
- b) a administração do limite de colocação dos títulos; e;
- c) a determinação dos títulos e dos volumes das Ofertas Públicas, inclusive elaborando e publicando os editais, em relacionamento próximo com o BCB.

Nesse ínterim, foi elaborado, a fim de separar ainda mais as atribuições de autoridade fiscal e monetária, o Decreto-Lei nº 2.376, de novembro de 1987, que estabelecia ferramentas de controle sobre a dívida pública, a qual só poderia ser elevada para cobrir o déficit no Orçamento Geral da União (OGU), mediante autorização legislativa, e para atender à parcela do serviço da dívida não incluída no OGU. Entretanto, vale citar dois importantes resquícios institucionais, apesar das mudanças. Primeiramente, o BCB, apesar de não mais administrar a dívida pública, ainda era responsável pelo Selic – e ainda é até hoje, causando disfunções no mercado de dívida pública, como será visto. Em segundo lugar, o Decreto nº 2.376 supracitado firmava que, caso o TN não colocasse títulos em valor equivalente ao montante

dos que forem resgatados, o BCB poderia subscrever a parcela não colocada. Dito de outro modo, apesar do avanço institucional, qualquer necessidade de rolagem, esta se daria a partir de financiamento via BCB, bastando, para tanto, que o mercado se recusasse a dar o financiamento. Por sinal, foi exatamente isso que ocorreu após a primeira tentativa mais ‘heterodoxa’ de combate à inflação, a partir do Plano Cruzado, em 1986. O congelamento de preço, o fim da correção monetária e da indexação em contratos com prazos inferiores a um ano, e a redução das taxas de juros – aliadas à necessidade de reduzir os déficits fiscais –, levaram o BCB a absorver as novas emissões de dívida (PEDRAS, 2009).

Considerando-se a dificuldade na colocação de LTNs e a impossibilidade de emissão de ORTNs em mercado (com valores congelados por um ano e agora denominadas, a partir do Plano Cruzado, de Obrigações do Tesouro Nacional – OTNs⁶⁸ (CASTRO, 2011)), dada a desindexação por conta da extinção da correção monetária, o BCB decidiu criar um título de sua responsabilidade. Desse modo, em maio de 1986, após atrelar a correção monetária a vários índices de preços diferentes, ao câmbio e à taxa *over*, o CMN autorizou a AM a emitir títulos próprios para fins de política monetária, criando, assim, a Letra do Banco Central (LBC), a qual tinha como especificidade o fato de ser remunerada pela taxa Selic com indexação diária, com prazo máximo de um ano. Tinha-se como ideia, segundo Pedras (2009), limitar as emissões de LBCs ao volume de títulos de responsabilidade do TN existente na carteira do BCB, sendo que, como esperado, dada a conjuntura econômica do período e as características do novo título, sua aceitação pelo mercado foi enorme. Este passou a compor praticamente todo o estoque de dívida pública em poder do setor privado e foi largamente utilizado nas operações de mercado aberto: já em 1986, correspondiam a 56,4% dos títulos públicos federais (41,4% para as OTNs e 2,2% para as LTNs). Em 1987, 71,3% (26,9% para as OTNs e 1,8% para as LTNs), evidenciando, assim, uma alteração no perfil e na própria composição da dívida mobiliária, principalmente pelo fato de serem títulos pós-fixados que não sofriam ricos de alteração da taxa de juros.

Tendo em vista o sucesso na colocação das LBCs, somado ao fato da escassez de instrumentos de financiamento e da visão de se separar as funções fiscais e monetárias, o governo criou as Letras Financeiras do Tesouro (LFTs), sendo de responsabilidade da STN, com características iguais às da LBC e destinadas para financiamento dos déficits orçamentários. Importante já destacar o impacto da iniciativa de se emitirem títulos atrelados

⁶⁸ As OTNs tinham como objetivo maior servir de instrumento de regulação da oferta monetária, substituindo nesta função as LTNs e as ORTNs. Elas foram extintas com o Plano Verão.

à taxa de juros diária, com *duration*⁶⁹ zero, afinal, como será visto adiante, tais títulos passariam a representar parcela considerável da DPMFi e, portanto, com importantes efeitos sobre a dívida pública. Por sinal, já no fim de 1989 cerca de 98% dos títulos de dívida mobiliária em poder do público eram LFTs. Como resultado, a dívida cresceu exacerbadamente: em 1986, registrou um aumento de 66,6%, e em 1987, mais 45,1%. Em relação à relação DPMFi/PIB, esta também continuou a aumentar, passando aos patamares de 20,9% e 27,6%, respectivamente (FERNANDES; TUROLLA, 2006). Nesse sentido, o endividamento em LFT pressionava as contas do governo, pois, para reduzir a liquidez, o governo poderia aumentar a taxa de juros, mas essa, por outro lado, aumentaria os custos da dívida. Assim, o governo voltou a atuar no mercado com as OTNs com correção cambial.

Dado o fracasso do Plano Cruzado (apesar da euforia inicial) na contenção inflacionária, em 1987 as dificuldades na condução das políticas macroeconômicas aumentaram ainda mais, sobretudo pelo descontrole do déficit público e da intensificação dos problemas na área externa. Esses, por sinal, levaram à moratória da dívida externa em fevereiro daquele ano, gerando maior necessidade de financiamento via dívida externa (cenário que se repetiria mais duas vezes: em dezembro de 1988 e julho de 1989). Com isso, na Constituição de 1988 a preocupação foi ainda maior: o BCB, que naquele momento já estava proibido de emitir títulos, ficou impossibilitado de financiar o governo. A partir de então, o BCB só poderia adquirir títulos diretamente do TN em montante equivalente ao principal vencendo em sua carteira. Chegava-se, assim, mais próximo “[...] à clássica forma de relacionamento entre autoridade monetária e autoridade fiscal.” (PEDRAS, 2009, p 64).

Mesmo após os sucessivos choques heterodoxos de combate à inflação implementados desde 1986, esta se mostrou persistentemente em níveis bastante elevados, bem como as expectativas com relação ao futuro muito incertas. Com isso, nos anos de 1988 e 1989 as colocações de LTNs pelo governo foram quase inexistentes (inclusive para a carteira do BCB), mostrando o momento difícil pelo qual o País passava, sobretudo em relação ao mercado de dívida pública. Nesse sentido, as LFTs se mostraram nesses dois anos quase que a única forma de arrecadação de recursos para o governo, substituindo as LBCs, utilizando tais títulos para se realizar o financiamento público. Por sinal, segundo Pedras (2009), as LFTs, de origem heterodoxa, se mostraram fundamentais para a solvência do Brasil: sem elas, as LTNs

⁶⁹ Duração ou *duration* é uma medida de quanto tempo, em média, o detentor do título deve esperar para receber os pagamentos. Outro uso do conceito de duração é o de medir a sensibilidade do preço de mercado de um título a alterações da taxa de juros. Títulos indexados apresentam *duration* menor que títulos nominais de mesma maturidade e ativos indexados aos juros apresentam *duration* ainda menor que ativos indexados à inflação, chegando a ser chamado de *duration* zero ou nula (NECHIO, 2004; FIGUEIREDO; MEGALE, 2006). Maturidade, por sua vez, é o próprio prazo temporal de emissão do ativo (AMARAL; OREIRO, 2008).

teriam que ser emitidas em prazos cada vez menores, aumentando significativamente o risco de refinanciamento da dívida.

Nesse contexto, fica patente que medidas não tradicionais foram utilizadas não só na tentativa de arrefecer a inflação, mas, pelas dificuldades que eram colocadas, também na administração da dívida pública. Entretanto, consoante Silva, Garrido e Carvalho (2009), o atrelamento de quase 100% da dívida mobiliária por volta de 1989 levou também a um processo caracterizado pelo declínio do prazo médio e consequente aumento do risco de refinanciamento. Ademais, essa indexação quase completa da economia devido à alta inflação levava a expansões monetárias e, logo, continuidade das altas taxas inflacionárias. Tornou-se quase que totalmente inviável a demanda do mercado por títulos prefixados como as LTNs, dando impulso a uma trajetória que já vinha sendo delineada na primeira metade da década de 1980, ou seja, o surgimento e o desenvolvimento das quase-moedas, que teriam agora nas LBCs/LFTs os títulos que lastreariam as operações de *overnight*.

Nesse sentido, não foi possível melhorar o perfil da dívida, de forma que, ao final da década, o prazo médio da dívida continuou muito reduzido, enquanto o percentual desta sobre o PIB representava o maior valor registado até aquela data, “[...] indicando o crescente grau de vulnerabilidade do país ante as necessidades de refinanciamento.” (PEDRAS, 2009, p. 64). Voltava-se a ter como determinante fundamental da demanda monetária dos agentes econômicos, mais do que nunca, a preferência pela liquidez e pelo curto-prazismo, o que é claro quando se analisa o prazo médio dos títulos no mercado: desde 1985, os títulos vieram a ser emitidos em geral com prazos médios menores a um ano, chegando ao final da década com todas as aplicações prefixadas possuindo vencimento mínimo nunca superior a um mês (FERNANDES; TUROLLA, 2006). As LFTs, no final de 1989, por exemplo, alcançaram uma participação de 97,9% no total da dívida em poder do público. Os números da dívida até aqui expostos podem ser vistos na Tabela 4 abaixo. O que se pode ver é que com as constantes mudanças nas regras de correção monetária, diminuiu ainda mais a participação dos agentes, passando o BCB a ser o grande detentor da dívida pública. Nesse sentido, a dívida estava sendo usada como moeda indexada e não como dívida pública efetivamente: quase 100% da dívida mobiliária estava concentrada em títulos pós-fixados. Ademais, há uma redução do prazo médio e uma enorme elevação da relação dívida/PIB.

Tabela 4 - Evolução da Dívida Mobiliária Brasileira, 1980 a 1989, anual

Ano	Razão Dívida/PIB	Crescimento real da dívida (%)	Parcela da dívida em poder do público (%)	Parcela da dívida em poder do BCB (%)	Prazo médio da dívida total (meses)
1980	4,2	-25,8	82,3	17,7	20,0
1981	5,6	27,3	76,3	23,7	24,9
1982	7,1	60,3	63,3	36,7	26,6
1983	6,6	9,7	48,9	51,1	28,4
1984	7,4	4,5	46,0	54,0	22,8
1985	11,2	31,4	63,1	36,9	14,5
1986	9,9	46,8	46,7	53,3	8,8
1987	10,8	20,5	38,2	61,8	9,8
1988	13,9	24,4	34,3	65,7	7,7
1989	16,3	-14,5	47,4	52,6	11,4

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Séries Históricas – Dívida Pública da Andima (1993).

A Tabela 5 resume a participação dos títulos na DPMFi. Pode-se ver, com o aumento inflacionário, uma redução muito grande na participação das LTNs e a volta da predominância nas ORTNs, chegando a quase 100% de participação da dívida (que depois se chamariam OTNs). A partir de 1986, no entanto, as LBCs se tornam os principais títulos, tomando o lugar das OTNs. Finalmente, com o advento das LFTs, as OTNs e as LBCs são transferidas para elas, reduzindo consideravelmente o prazo médio, indexando a dívida pública diariamente, chegando em 1989 a quase 100% dos títulos estarem atrelados à taxa Selic. Isto, obviamente, aumentava o impacto de quaisquer alterações nas variáveis macroeconômicas, especialmente na taxa de juros, causando pressões financeiras importantes sobre a dívida.

Em 1990, com a entrada de Fernando Collor de Melo (primeiro presidente eleito pelo voto popular em quase trinta anos), a situação do endividamento público era crítica, com o total da dívida mobiliária em posse do mercado “[...] batendo todos os recordes. A dívida apresentava seu menor prazo médio e estava, em quase sua totalidade, lastreada em papéis indexados a taxa over.” (FERNANDES; TUROLLA, 2006, p. 226-227). Dessa forma, qualquer mudança de rumo da política monetária poderia afetar bruscamente o estoque da DPF. O estoque de títulos em mercado representava 15% do PIB, recorde histórico, sendo a dívida composta basicamente por LFTs e com prazo médio de apenas cinco anos. Ainda, o

déficit primário havia atingido 1% do PIB no ano anterior e a inflação encontrava-se em níveis alarmantes, superiores a 1000% a.a (PEDRAS, 2009)⁷⁰. Nesse sentido, era natural o objetivo do governo ser explicitamente dar fim ao descontrole fiscal vivido pelo País nos últimos anos, bem como ao processo inflacionário. Nesse ínterim, cabe citar, frente o desgaste de política econômica e a situação complicada da dívida pública, as drásticas medidas representadas pelo Plano Collor, em 1990: entre outras, determinava-se o congelamento de 80% dos ativos financeiros do País, representando, para a dívida pública, forte impacto.

Tabela 5 - Evolução da Dívida Mobiliária Brasileira, de 1980 a 1989, dezembro, anual

Ano	Participação (%)			
	ORTN	LTN	LBC	LFT
1980	72,18	27,82	-	-
1981	63,19	36,81	-	-
1982	85,39	14,61	-	-
1983	96,08	3,92	-	-
1984	95,83	4,17	-	-
1985	96,56	3,44	-	-
1986	41,39	2,25	53,36	-
1987	26,94	1,81	71,26	-
1988	31,47	0,00	0,00	68,53
1989*	0,11	0,00	0,00	97,93

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Andima (1993) e Séries Temporais do BCB (2015).

* BTN = 1,96%

O governo prometeu, com esse artifício, a troca compulsória da dívida em poder do mercado por outra, retida por 18 meses no BCB, rendendo Bônus do Tesouro Nacional (BTN)⁷¹ + 6% a.a., significando, com isso, que o estoque de títulos, antes remunerado pela taxa Selic, passou a ser remunerado a uma taxa muito inferior, gerando ganhos consideráveis

⁷⁰ No que diz respeito à dívida externa, o *Plano Brady* (incorporado pelo Brasil em 1990 e encerrado em 1994), que concentrou-se na securitização dos antigos empréstimos, via novos títulos soberanos, de prazos alongados e serviços reduzidos em relação ao endividamento antigo, reduziu de forma importante o endividamento externo brasileiro no período, possibilitando, por sinal, queda da DLSP nos primeiros anos da década de 1990.

⁷¹ As BTNs foram criadas em 1989, em substituição às OTNs, como instrumento de indexação da economia e eram corrigidas por um índice de inflação denominado Índice de Preços ao Consumidor (IPC), do IBGE (PEDRAS, 2009). Destinavam à cobertura do déficit público, com prazo de vencimento inicial de até 25 anos. Foram abolidas no Plano Collor II.

para o governo. Para além, a medida teve como consequência uma grande redução na liquidez da economia, fazendo com o que BCB tivesse que recompor as LFTs ainda em mercado. Esses dois fatos, aliados ao superávit primário obtido no primeiro ano do governo, maior que 4% do PIB, conduziram a uma queda no estoque da dívida em poder do público, de 82,5%, em 1990 (PEDRAS, 2009). Para além, futuramente apareciam as BTNs cambiais, representando o início formal da indexação à taxa de câmbio na composição da DPMFi. No entanto, como eles não eram financiados no *overnight*, esses títulos não ganharam tanto destaque junto ao mercado: ao final de 1989, apenas 2% no total da DPMFi.

Com esse quadro, a credibilidade do governo reduzia-se e, dada a dificuldade para emissão de LTNs, o BCB decidiu criar um instrumento com características idênticas para fins de política monetária, o Bônus do Banco Central (BBC), implementado pela Resolução nº 1.780, de dezembro de 1990. Apenas esse título, nos primeiros meses de 1991, era ofertado ao público. Para contornar as dificuldades com a rolagem da dívida mobiliária, o BCB passou a emitir mais um título pós-fixado, a Nota do Banco Central (NBC), indexada à taxa referencial diária (TRD). Ainda, em setembro daquele ano, começaram a ser devolvidos os valores referentes aos ativos congelados e, para tanto, a partir de outubro novas emissões de títulos eram realizadas para se conseguir recursos. Com isso, ao final de 1991 foram criadas as Notas do TN (NTNs), a partir do Decreto nº 317, com diversas séries, a depender do indexador utilizado⁷², buscando-se diversificar os instrumentos para ampliar a base de investidores no intuito de garantir os recursos para pagamento das BTN-ES vincendas (PEDRAS, 2009). Nos primeiros anos as NTNs se tornaram os principais títulos da dívida. A Tabela 6 abaixo resume os números da DPMFi entre 1990 e 1993. O que se pode ver é uma redução das LFTs e aumento das NTNs e BBCs. Ademais, como dito, o prazo médio é significativamente reduzido.

No mesmo sentido de separar as atividades fiscais e monetárias desde a década passada, em 1993 algumas medidas, conhecidas como ‘Operação Caixa-Preta’, foram propostas. Essas medidas intentavam garantir maior transparência no relacionamento entre o BCB e o TN, sobretudo ao reestruturar a carteira de títulos de responsabilidade do TN no BCB, “[...] dotando a autoridade monetária de instrumentos mais adequados à condução da política monetária.” (PEDRAS, 2009, p. 65). Ainda, buscava-se realizar um resgate antecipado de títulos do TN na carteira do BCB, com recursos obtidos via emissão de títulos

⁷² Os mais comuns eram o dólar (NTN-D), o IGP-M (NTN-C) e a taxa referencial (TR) de juros (NTN-H). Num primeiro momento as únicas que tiveram forte demanda foram as NTN-C.

do Tesouro em mercado, forte responsável pela redução de 24% no estoque da carteira de títulos em poder do BCB naquele ano.

Tabela 6 - Evolução da Dívida Mobiliária Brasileira, de 1990 a 1993, dezembro, anual

Ano	Participação (%)					Prazo Médio (meses)*
	LTN	LFT	NTN	LBC	BBC	
1990**	32,39	61,31	0,00	1,43	0,00	43
1991	0,00	61,26	12,57	5,91	16,06	30
1992	0,00	5,42	36,04	3,62	54,79	22
1993	4,51	3,77	69,59	0,00	22,03	7

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Andima (1993) e Séries Temporais do BCB (2015).

* Em 1994, 4 meses. ** BTN = 4,85

De modo geral, o que se pôde ver é que a evolução da dívida pública se deu, muitas vezes, como uma decorrência da conjuntura e da estrutura econômica de cada período. Na década de 1960, a falta de financiamento governamental forçou a criação de um mercado de dívida pública a partir das ORTNs que, apesar das imperfeições, auxiliou no crescimento visto no ‘milagre econômico’. Na década de 1970, alterações ocorreram para fazer valer a estratégia do II PND, de crescimento com endividamento, sobretudo externo, bem como garantir ferramentas para a execução da política monetária, a partir das LTNs. Importante destacar que é no fim dessa década, em 1979, que tem-se a criação do mercado Selic, objeto central do fim do próximo capítulo. Finalmente, em 1980 o estrangulamento externo ditou o rumo da economia nacional, não sendo diferente em relação à DPF, sobretudo a DPMFi, que passou por diversas mudanças para que os títulos fossem voluntariamente demandadas, em que pese o ano de 1986 e a criação das LFTs.

Um fator aglutinante de todos esses períodos é a inflação, que se tornou um problema grave principalmente a partir de meados de 1980, mas que em todas as décadas trouxe efeitos e medidas sobre a dívida pública, retratado especialmente pela variação na demanda por títulos (bem como na criação destes) e pela indexação. No limite, nas vésperas da conversão de *cruzeiros reais* em *reais*, em julho de 1994, os títulos prefixados foram convertidos em pós-fixados, fazendo com que praticamente toda a dívida ficasse ‘*hedgiada*’ de alguma forma contra a inflação (EMÍLIO; SOARES, 2001). Por sinal, a presença de déficits fiscais no Brasil é mais regra do que exceção, e esse fato tem relação com as altas taxas de inflação presentes

em nossa economia durante as últimas décadas. A partir de 1994, no entanto, o Plano Real pôs fim ao processo inflacionário brasileiro e, portanto, era de se esperar uma evolução positiva na DPF. No entanto, o que se tem visto desde meados de 1994 é o crescimento exacerbado da DLSP e do pagamento com juros e amortização, imputando quase metade do orçamento da União. Ademais, a taxa de juros básica brasileira ainda é uma das maiores do mundo e nossa taxa de investimento sobre o PIB situa-se sempre próxima aos 17%, nunca ultrapassando a casa dos 20%. Entender os motivos que levaram a estes resultados, apesar da estabilização do nível de preços, é o objetivo do próximo capítulo.

4 A DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL INTERNA NO PLANO REAL E A HERANÇA DO PERÍODO INFLACIONÁRIO

A dívida pública, sua gestão e o desenvolvimento do mercado de títulos governamentais, são temas de destaque, seja no meio acadêmico, midiático ou no dia-a-dia do *policy maker*. Sobretudo a partir da década de 1990, com a crise da Ásia e as turbulências que afetaram os países emergentes, tornou-se ainda mais clara a relevância de uma boa gestão da dívida, em especial para apoiar a execução de políticas públicas eficientes. Para além, dada a instabilidade inerente à economias monetárias de produção (KEYNES, 1964; MINSKY, 1986), o desenvolvimento do mercado de títulos públicos doméstico, como forma de reduzir a vulnerabilidade da economia a choques, aumentar a estabilidade do sistema financeiro, financiar o desenvolvimento e criar referência para emissões do setor privado, ganhou crescente importância.

Não é por acaso, por sinal, que os primeiros países a desenvolverem suas capacidades de gerenciamento da dívida (como Bélgica, Irlanda e a Nova Zelândia), a partir especialmente de maior profissionalização, foram justamente aqueles com histórico de problemas fiscais, elevada proporção de dívida em moeda estrangeira em seu portfólio e alta proporção dívida/PIB (WHEELER, 2004). Isso se dava a partir do momento em que se considerava que a estrutura da dívida, e não apenas seu nível, era importante. Nesse ínterim, o Brasil foi um dos países emergentes que, no final dos anos 1990 e início do século XXI, fundamentalmente após a crise da Ásia, seguiu o caminho da profissionalização, deixando claro àquela altura os ganhos potenciais de uma maior qualidade na gestão da dívida, dentre outros já citados, para melhor monitoramento de riscos e maior capacidade de absorção aos choques econômicos domésticos e internacionais.

Nesse sentido, tem-se, como resultado, uma onda de reformas institucionais, além de significativo progresso no desenvolvimento de técnicas e ferramentas para o planejamento e a gestão de riscos da dívida pública e, ainda, maior ímpeto para o desenvolvimento do mercado doméstico, importante por ampliar a capacidade de endividamento por intermédio dos mercados de capitais nacionais enquanto alternativa a empréstimos diretos do setor bancário e redução da dependência de mercados internacionais. Para além, há a melhoria na capacidade técnica e de modelos para auxiliar decisões sob o lado da oferta – composição ótima da dívida, instrumentos de financiamento, indexações, prazos e moedas –, que é diretamente dependente do desenvolvimento do mercado de dívida doméstico, fazendo com que conhecer as oportunidades e limitações quanto à demanda seja um requisito a mais para uma boa gestão

da dívida, incluindo-o, assim, como um dos objetivos principais da administração no País (SILVA; CARVALHO; MEDEIROS, 2009).

Com esse processo de melhorias, tem-se, a partir do século XXI (apesar da existência de retrocessos), o aprimoramento dos procedimentos de administração da dívida, o desenvolvimento do mercado doméstico e de ferramentas sofisticadas para a tomada de decisão, o aperfeiçoamento da estrutura da dívida interna e externa e a ampliação da transparência na administração da dívida (por intermédio, por exemplo, das explicitações dos objetivos e das metas anuais para o perfil da dívida no Plano Anual de Financiamento (PAF)). Ainda, a melhoria nos fundamentos econômicos fez-se necessária, pois há uma forte relação entre esses e a gestão da dívida pública, algo que se mostra ser, a partir da experiência histórica brasileira, mais que um argumento puramente teórico. Nesse sentido, “O aprimoramento da gestão da dívida pública no Brasil coincidiu com seguidos avanços institucionais e macroeconômicos no país. Essa combinação – melhores fundamentos e gestão qualificada da dívida – forma o pano de fundo para os avanços positivos obtidos pelo crédito público brasileiro nos últimos anos.” (SILVA; CARVALHO; MEDEIROS, 2009, p. 19).

A DPF brasileira no século XX compunha-se da grande maioria dos títulos pós-fixados, seja de dívida cambial (volátil) ou remunerada por taxa de juros (elevadas). Títulos prefixados em muitos períodos eram praticamente inexistentes, e os poucos emitidos dessa forma tinham prazos muito curtos (normalmente menor que dois meses, sendo, cabe dizer, não muito diferente dos outros tipos). Muito disso se dava pelo histórico de altíssima inflação no Brasil, mas, após a queda inflacionária com o Plano Real, em 1994, o processo de desindexação se tornou possível, chegando ao pico de 58,95% de dívida doméstica prefixada em agosto de 1997, enquanto a parcela de títulos atrelados à taxa Selic praticamente foi eliminada. Ainda, durante os anos de 1994 e 1997, o prazo de emissão foi ampliado. No entanto, esse processo não se deu de maneira contínua, sem recuos, mas, pelo contrário, com a crise da Ásia e a desconfiança dos países emergentes, tem-se o primeiro teste à solidez dos fundamentos econômicos do País e, como era de se esperar, com a forte pressão sobre a moeda e os temores de um possível descontrole inflacionário, tornou-se difícil e custoso seguir esse processo – algo que se repetiria em 1998 com a crise da Rússia e em 1999 com a mudança de regime cambial no Brasil. Como resultado, já no fim de 1998, apenas 5% da dívida era prefixada (BCB, 2015), aumentando novamente a dívida indexada ao câmbio e à taxa de juros de curto prazo, a Selic; da mesma forma que os prazos foram drasticamente reduzidos. Para além, mesmo com a estabilização após o Plano Real, que tenderia a atenuar o crescimento da dívida, o que se teve, na realidade, foi um aumento exorbitante da DLSP.

Esses eventos ressaltaram a dependência em relação aos fundamentos macroeconômicos e, sobretudo, a necessidade de uma política fiscal sólida e de ajustes das contas externas. Tais fundamentos fortaleceriam a resistência da economia a choques externos, aumentariam a credibilidade (em especial quanto à capacidade de pagamento da dívida) e permitiriam maior estabilidade e progressão à melhoria de seu perfil. É esse progresso que pôde ser observado desde o início do século XXI: com as conquistas no campo econômico, em especial aos seguidos superávits primários alcançados a partir de 1999, o advento da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) e os ajustes nas contas externas – reduzindo expressivamente os indicadores de vulnerabilidade externa⁷³ –, o ambiente se tornou mais favorável para a gestão da dívida pública, possibilitando avanços consistentes na melhoria de sua estrutura a partir da atuação proativa do TN, destacando-se a redução do passivo cambial e o aumento gradual e contínuo das parcelas das dívidas prefixadas e indexadas a índices de preços⁷⁴ (SILVA; CARVALHO; MEDEIROS, 2009). No entanto, mais uma vez o que se viu foi o aumento significativo da DLSP.

Apesar dos avanços supracitados, acredita-se que ainda há muito a melhorar, não só no *modus operandis* das políticas macroeconômicas, na estrutura e nível da dívida, mas sobretudo em relação à institucionalidade do mercado de dívida pública, já que muitas das características atuais parecem ser bastante semelhantes às presentes décadas atrás – herança de um passado de alta inflação. Especificamente, trata-se de um caso atípico no Brasil: o Selic é utilizado tanto na venda de títulos públicos oferecidos pelo TN, quanto como juro básico pelo BCB, na condução de sua política monetária. Nesse sentido, há um mercado de dívida pública brasileiro afim de políticas fiscal e monetária, o Selic, que causa disfunções operacionais que precisam ser corrigidas para que a taxa básica da economia brasileira seja reduzida, bem como para que haja uma melhoria duradoura na relação entre a arrecadação de receitas e despesas do setor público, reduzindo os impactos negativos sobre a gestão da dívida pública, as políticas macroeconômicas (em especial o contato entre as políticas monetária e fiscal) e o desenvolvimento econômico do Brasil.

Para tanto, este capítulo é dividido em três seções, além desta introdução. A primeira traçará a evolução da dívida após o Plano Real até 2002, dando enfoque ao programa e à implementação do Regime de Metas de Inflação no Brasil. A segunda buscará detalhar o

⁷³ A razão entre a dívida externa e as reservas internacionais, por exemplo, caiu de 557% para 96% entre 2002 e 2008 (SILVA; CARVALHO; MEDEIROS, 2009), demonstrando que os recursos em moeda estrangeira depositados no Banco Central seriam suficientes para pagar a totalidade da dívida externa pública e privada do País.

⁷⁴ Esses seriam, no caso, os títulos ideais para compor a maior parte do estoque de dívida, observados os critérios de custo e risco, segundo Silva, Cabral e Baghdassarian (2009).

desenvolvimento da DPMFi de 2003 a 2014, ressaltando os progressos alcançados nesse período. Em ambas, uma análise dos motivos que levaram ao aumento da DLSP nos dois períodos será realizada. Finalmente, far-se-á um estudo, à luz das perspectivas keynesiana e institucionalista, do imbróglio que abate a estrutura do mercado de dívida pública (o Selic), apreendendo as implicações para a economia brasileira.

4.1 PLANO REAL, A REFORMA INCOMPLETA E O AUMENTO DA DÍVIDA PÚBLICA: DE 1990 A 2002

Em 1994, buscando dar cabo ao processo inflacionário e dar impulso à economia – que apresentou crescimento médio real negativo de 1,3% entre 1990 e 1993 –, é lançado o Plano Real⁷⁵, importante programa econômico que, como ressalta Terra (2011), constitui-se enquanto o arcabouço estrutural sobre o qual reside o mercado de dívida pública. Nesse sentido, descrever a estrutura econômica erigida após o Plano mostra-se fundamental, apesar de já extensamente debatida na literatura. O diagnóstico encontrado pela equipe econômica do governo que propôs o Plano Real (então intitulado Plano Fernando Henrique Cardoso⁷⁶) apresentava a inércia decorrente dos mecanismos de indexação de preço e contratos vigentes na sociedade brasileira, assim como o desequilíbrio fiscal, como os principais fatores da inflação. O primeiro fator causava a continuidade da inflação, enquanto o segundo, materializado no irrealismo orçamentário, causava a inflação (FRANCO, 1995).

Naquilo que se refere ao caráter inercial inflacionário, os instrumentos de indexação, consoante Franco (1995), imprimiam às expectativas futuras de inflação dos agentes um componente *backward-looking* de ocorrência certa, confirmada pela indexação presente dos preços e contratos à inflação verificada no passado. Nesse sentido, o “[...] resultado era, portanto, uma profecia autorrealizável das expectativas de inflação [...]” e, com o avanço inflacionário, “[...] a memória inflacionária tornava-se cada vez mais imediata e a instabilidade monetária mais intensa.” (TERRA, 2011, p. 55).

O Plano Real foi apresentado em dezembro de 1993 pelo então Ministro da Fazenda, Fernando Henrique Cardoso, ao Presidente da República à época, Itamar Franco, e constituía-se em três fases principais, mutuamente necessárias:

a) o ajuste fiscal, visando estabelecer o equilíbrio das contas do governo, eliminando uma importante causa da inflação brasileira;

⁷⁵ Após uma série de propostas de estabilizações monetária serem empreendidos entre 1986 e 1983.

⁷⁶ Para mais, veja: Cardoso (1993).

b) a reforma monetária (desde a Unidade Real de Valor (URV) enquanto padrão de valor até seu poder liberatório); e;

c) as reformas institucionais. Perceber a questão fiscal como uma das principais causas do problema inflacionário⁷⁷ já faz do Plano Real um programa diferente dos seus precursores na década de 1980 e 1990, somando-se ao fato da indexação, apesar de já problema diagnosticado nos outros planos, se dar, a partir da URV, de forma bem mais complexa e original do que os congelamentos de preços propostos anteriormente (CASTRO, 2011).

No que diz respeito à primeira fase, o diagnóstico do problema fiscal pode ser apreendido pela visão de Bacha (1994), segundo a qual havia um ‘déficit potencial’, uma vez que a demanda por recursos, expressa por ocasião da votação orçamentária, vinha sendo muito superior ao efetivamente verificado ao final do ano fiscal, caracterizando-se enquanto um irrealismo orçamentário. Isso, apesar da existência de déficit operacional baixo – menos de 1% entre 1991 e 1993 –, possibilitado pela alta inflação (CASTRO, 2011), a qual se tornava, nas palavras de Franco (1995), sócia do Executivo, pois expandiam as receitas em ritmo superior às despesas. Ainda, segundo o autor, o reordenamento das contas públicas era passo *sine qua non* para a estabilização monetária e, consoante Cardoso (1993, p. 116), “A reorganização fiscal do Estado é a pedra fundamental do processo de estabilização ainda que esta requeira medidas adicionais para quebrar a inércia inflacionária e [...] [para se] chegar a um padrão monetário estável.”. Afinal, sem o ajuste, o irrealismo orçamentário (e o seu consequente déficit potencial), transpareceriam, com a estabilidade monetária e, logo, sem o recurso inflacionário,

[...] um enorme desarranjo fiscal que colocaria em maus lençóis a estabilidade monetária [...], [pois] restaria ao setor público financiar seu déficit, pelo menos em parte, por emissão monetária, potencialmente causadora de inflação em um contexto cuja demanda agregada, esperava-se, elevar-se-ia com a queda dos níveis inflacionários. [...] O ajuste fiscal, em vista disso, era o âmagô para o fim da inflação. Seria por meio de seu alcance que se encerraria o imbricamento entre o setor público e a inflação. Eliminando-se este conluio, dirimir-se-ia a promoção da inflação e seu espalhamento pela sociedade brasileira pelos mecanismos *institucionalizados* de inflação. (TERRA, 2011, p. 65, grifo nosso).

Nesse sentido, a ideia é que a restauração do equilíbrio fiscal e da racionalidade levassem à redução das expectativas de inflação futura que decorriam da percepção, por parte

⁷⁷ Importante destacar que a realidade se mostrou diversa da proposta. O ajuste fiscal acabou por ser menos importante do que o papel desempenhado pela indexação e pela âncora cambial. Para mais, veja: Castro (2011).

dos agentes econômicos, da desorganização das finanças públicas. Tão importante era o equilíbrio fiscal que, como ideia central do plano, devia-se ter, primeiramente, a convicção de que o processo de reorganização fiscal estava de fato avançado, garantindo que o Governo não precisaria mais emitir moeda ou quase-moeda para financiar seus déficits, para, então, realizar-se a estabilidade do nível de preços (CARDOSO, 1993). Ou seja, um ajuste *ex-ante* para possibilitar uma estabilidade *ex-post* de caráter duradouro.

Acrescenta-se ao problema do irrealismo fiscal brasileiro, se seguindo Giambiagi (1996) e Terra (2011), o fato de que as despesas financeiras do País, fruto sobretudo de altas taxas de juros para captação de recursos internos e externos em função da crise da dívida externa nos anos 1980 (assim como da moratória declarada pelo Brasil em 1987), eram elevadas. Assim, parcela não desprezível das finanças públicas eram comprometidas, somando-se aos problemas do conflito distributivo do orçamento e da vinculação das receitas e dispêndios públicos.

Tendo essa lógica exposta, o ajuste fiscal se deu conforme declarado na Exposição de Motivos, em especial a partir do Programa de Ação Imediata (PAI) e o Fundo Social de Emergência (FSE). Aquele, iniciado já em maio de 1993, visava à redefinição da relação da União com os Estados e do BCB com Bancos Estaduais e Municipais (tornando-os adimplentes); normatizar e restringir as relações entre o BCB e o TN; reduzir o gasto público e torná-lo mais eficiente; expandir o plano de desestatização; além de um programa de combate à sonegação. Nas palavras de Cardoso (1993), o PAI significava o começo da ‘arrumação da casa’ para se criar um terreno favorável às decisões futuras. Como resultado, o programa suavizou a necessidade da inflação no financiamento dos déficits potenciais. Suas medidas foram tanto no intuito de ajuste de curto prazo, realizado pela compressão de gastos e ampliação de receita pública, quanto de se iniciar um processo de longo prazo que consolidasse estruturalmente o equilíbrio orçamentário, haja vista a redefinição das relações entre o BCB e o TN, as privatizações e a reorganização das finanças de estados e municípios.

O orçamento público de 1994 foi aprovado pelo Congresso Federal com um déficit que seria financiado por recursos inflacionários, na casa dos US\$ 20 bilhões. Com as medidas realizadas já em 1993, no sentido de atenuar a Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP)⁷⁸ a partir de reformas estruturais de ajuste fiscal que alteravam a Lei de

⁷⁸ A NFSP correspondeu ao resultado nominal, ou seja, o balanço entre as receitas totais e as despesas totais ou à variação total da dívida fiscal líquida no período, pelo método ‘abaixo da linha’. O resultado operacional, por sua vez, corresponde ao resultado nominal, excluída a parcela referente à atualização monetária da dívida líquida. Este faz sentido em países de inflação alta, pois indica a NFSP em um ambiente sem inflação (SILVA; MEDEIROS, 2009; PIMENTEL; TUROLLA, 2010).

Diretrizes Orçamentárias⁷⁹ e fundavam novas bases sobre as quais se formulariam o orçamento público, o déficit foi reduzido, em 1994, para aproximadamente US\$ 10 bilhões, mas sua eliminação não foi possível.

Nesse sentido, a fim de alcançar esse objetivo e reforçando a visão já firmada pelo PAI, em fevereiro de 1994 cria-se o FSE, formado pela absorção de 15 a 20% de todos os impostos e contribuições de competência federal e constituído através da desvinculação de algumas receitas do governo federal, “[...] visando atenuar a excessiva rigidez dos gastos da União ditada pela Constituição de 1988.” (CASTRO, 2011, p. 143). Com isso, intentava-se, ao desvincular receitas, permitir que os recursos fossem destinados a outros gastos previstos no orçamento, “[...] amainando a necessidade de financiamento inflacionário.” (TERRA, 2011, p. 67). Sua novidade foi a criação do mecanismo de contenção fiscal de recursos vinculados e de reenvio destes recursos a outras despesas públicas, descartando a inflação para seu financiamento que, para Cardoso (1993), separaria as dificuldades de gestão de curto prazo das questões estruturais. O caráter emergencial se dava pelo fato de que, originalmente, era previsto o programa vigorar apenas por um período de dois anos, o que não ocorreu na prática, sendo prorrogado com outros nomes⁸⁰.

Para além, o ajuste fiscal que se deu no Plano Real utilizou-se de dois procedimentos que visavam à adequação entre o hiato de recursos orçados e o resultado fiscal. Por um lado, o orçamento embutiria uma previsão inflacionária inferior à efetivamente observada, fazendo com que a subestimativa da inflação favorecesse a redução do déficit, uma vez que as receitas públicas eram indexadas pela inflação verificada e as despesas fixas em termos nominais. Por outro, o Ministério da Fazenda frequentemente adiava a liberação das verbas orçamentárias, corroendo o valor real dos gastos; o que levava a um desajuste fiscal *ex-ante* compensado por um déficit *ex-post* amortecido. A soma dos dois efeitos “[...] levaram à realização, no Brasil, de um ‘efeito Tanzi às avessas’.” (CASTRO, 2011, p. 144).

Desta forma, destaca-se o cerne do ajuste fiscal levado a efeito a partir do Plano Real: contenção de gastos públicos de custeio e investimento e, portanto, de caráter não financeiro, desvinculação de receitas da união, diminuição da NFSP a partir da constante expansão da carga tributária, seja pela criação de novas contribuições, pela ampliação da base de arrecadação, seja pelo maior combate à sonegação⁸¹. Essas mudanças, vale dizer, tinham

⁷⁹ Para mais, veja Cardoso (1993).

⁸⁰ Primeiro, em 1997, para Fundo de Estabilização Fiscal e, depois, em 2000, para Desvinculações de Arrecadação de Impostos e Contribuições Sociais da União (CASTRO, 2011).

⁸¹ Interessante destacar que, na prática, as contas públicas pioraram, o que pode ser visto como uma invalidação da visão de que o ajuste fiscal seria pré-condição para a estabilização (CASTRO, 2011).

natureza temporal de curto prazo, fazendo com que fossem necessários esforços anuais de análise dos cortes e desvinculações para que não fosse comprometido o funcionamento adequado do setor público e o atendimento das necessidades sociais mais urgentes. Com isso, para que se alcançassem alterações estruturais na economia brasileira, reformas institucionais que trouxessem mudanças mais profundas que desatasse as amarras constitucionais, tal qual dito por Cardoso (1993, p. 122), se faziam necessárias, possibilitando a melhor atuação estatal e a estabilidade de longo prazo do orçamento e, portanto, da moeda. Tomando-se de empréstimo a síntese de Terra (2011), se baseando na Exposição de Motivos nº 395 de 1993, as reformas advogadas pelo Plano Real se concentravam em sete frentes⁸²:

- a) federalismo fiscal;
- b) realismo orçamentário;
- c) reforma tributária;
- d) reforma administrativa;
- e) reforma previdenciária;
- f) modernização da economia (leia-se processo de transferência do patrimônio público à iniciativa privada); e;
- g) abertura da economia brasileira aos fluxos de bens, serviços, e de capitais – financeiros e produtivos – internacionais⁸³.

Finalmente, vale citar dois programas de reestruturação do sistema financeiro nacional implementados quando da vigência do Plano Real: o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro (PROER) e o Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (PROES). O primeiro, lançado em novembro de 1995, a partir da Medida Provisória (MPV) nº 1.179, tinha o objetivo de proporcionar o fortalecimento do sistema nacional de empréstimo e poupança, já que o sistema estava acometido pela alteração do cenário econômico pós eliminação das altas inflações. Em suma, buscava-se permitir uma maior concentração do sistema financeiro, mormente o bancário, o que traria, em tese, maior robustez ao sistema, a partir da transferência do controle das instituições menores e com dificuldades em sobreviver a formas não inflacionárias de operação, a instituições mais consolidadas. Dada a abertura financeira do período, natural era o ganho de espaço dos bancos estrangeiros no mercado nacional, trazendo novas formas de atuação ao sistema bancário nacional.

⁸² Mesmo que a sétima não tenha sido mencionada na Exposição de Motivos, se mostrou de substancial importância.

⁸³ Iniciada com o Presidente Fernando Collor de Mello e estabelecida pelos Presidentes Itamar Franco e Fernando Henrique Cardoso.

Já o PROES foi a parcela da reestruturação orçamentária do setor público nacional, naquilo que diz respeito ao setor bancário público, planejando criar condições para o estabelecimento de um regime monetário estável, em que o BCB não tenha como rival outras instituições financeiras com capacidades de, autonomamente, expandir a base monetária. Ademais, buscava-se suprimir uma fonte espúria de financiamento dos déficits estaduais, induzindo Estados a gerar superávits primários compatíveis com o esforço nacional de equilibrar as contas públicas (TERRA, 2011).

Finalmente, ainda no escopo de mudanças do Plano Real, em 2000, tendo em vista conseguir promover o equilíbrio e a transparência fiscais, importante instrumento é promulgado: a LRF. Para que isso seja possível, a LRF contém dispositivos de penalização criminal, imputando sobre o dirigente público responsabilidade total pelo equilíbrio orçamentário. Os princípios basilares da LRF diziam respeito à austeridade, economicidade e seriedade para orientar a eficiência na gestão pública, fundamentado pela nova lógica do Estado brasileiro de planejamento, transparência, controle e responsabilização (MATIAS-PEREIRA, 2009). Assim, mecanismos com esse objetivo eram colocados em prática, bem como, destacado por Terra (2011), a reorganização das relações fiscais entre os componentes do setor público, a limitação da capacidade discricionária do gestor público e o estabelecimento de limites, tendo como parâmetro a receita líquida corrente do setor público, para os gastos com pessoal, restos a pagar e com o estoque existente de dívida líquida, dentre outros.

Resumidamente, a LRF correspondeu à consagração das metas fiscais a serem alcançadas pelo setor público, operando uma reforma sobre a gerência fiscal voltada à consecução do equilíbrio orçamentário, sendo a transparência, sobretudo a partir da publicidade dos dados das finanças públicas no País, ponto fundamental, pois explicitava e limitava o conflito distributivo do orçamento. Para além, por essa lei, o BCB ficou proibido de emitir títulos em mercado, passando a realizar operações compromissadas e definitivas exclusivamente com títulos do TN registrados em seu ativo. Isto, pois a utilização de títulos próprios pelo BCB levava o mercado a não ter clareza sobre os objetivos de determinada emissão, prejudicando, como consequência, a condução tanto da política monetária quanto da política de gerenciamento de dívida (ROCHA, 2009). Finalmente, a LRF fixou conceitos básicos e inovou ao determinar que o Orçamento destacasse o valor referente ao principal da DPF a ser refinanciado das demais despesas pagas com emissões de títulos, separando as

despesas com a DPF nos quadros consolidados da Lei Orçamentaria Anual (LOA)⁸⁴, uma vez que a metodologia antiga causava distorções no cálculo (PASSOS; CASTRO, 2009).⁸⁵

Com isso, já é possível destacar como é definida a legislação da política de endividamento com base em cinco instrumentos:

a) a Constituição Federal do Brasil, que estabelece as diretrizes gerais para a dívida pública;

b) a LRF, que define normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal, assim como diversos limites para a DPF;

c) a Lei nº 10.179, de 2001, que dispõe sobre os títulos da dívida pública de responsabilidade do TN;

d) a Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO)⁸⁶; e (v) a LOA (ROCHA, 2009).

Em relação à reforma monetária, esta se deu em três âmbitos: primeiro, na instituição de um sistema bimonetário; em segundo, na coordenação das expectativas dos agentes sobre o comportamento futuro dos níveis de preço; e, finalmente, no gradualismo, associado à ampla publicidade da instituição das etapas da reforma. Importante o último ponto para que a coordenação da expectativa não falhasse e para que a dissociação das funções da moeda, tal qual coloca Franco (1995), pudesse ter credibilidade – algo perseguido pelos *policy-makers* que conduziram o plano, como destacado por Cardoso (1993) –, vista a indexação e o padecimento de inflação inercial do País. Sobre essa inércia, sua superação só ocorreria caso a memória inflacionária fosse ‘zerada’ e, para tanto, os três elementos acima referidos eram os passos para que se fomentassem expectativas do tipo *forward-looking* nos agentes econômicos. Assim, deveria-se criar um elemento no qual “[...] todos os agentes formadores de preços e a própria sociedade indexassem seus contratos e preços, inclusive salários.” (TERRA, 2011, p. 56-57) e, a esse elemento, considerado uma quase moeda, deu-se o nome de URV (CASTRO, 2011).

A URV foi lançada pela MPV nº 434 em fevereiro de 1994, e tornada Lei nº 8.880 em maio de 1994. Inicialmente, ela serviu apenas como unidade monetária de conta, mantendo-se a função meio de pagamento à moeda oficial em circulação, o *cruzeiro real*. Para funcionar de forma crível, seu valor era diariamente tornado público pelo BCB e corrigido em relação ao *cruzeiro real* de acordo com os Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), Índice de

⁸⁴ A LOA contém a discriminação da receita e da despesas pública, evidenciando a política econômico-financeira e o programa de trabalho do governo, obedecidos os princípios de unidade, universalidade e anualidade.

⁸⁵ Para saber mais sobre a LRF, ver Passos e Castro (2009, p. 226), Vieira (2009, p. 254), Brasil (2000), Matias-Pereira (2009), Oliveira (2009) e Rezende (2010).

⁸⁶ A LDO estabelece anualmente as metas e as prioridades para o exercício financeiro subsequente e orienta a elaboração do Orçamento (ROCHA, 2009).

Preços ao Consumidor (IPC) e Índice Geral de Preços – Mercado (IGP-M) (FRANCO, 1995; CASTRO, 2011). Ainda, além do *cruzeiro real* ter seu valor atualizado diariamente em termos de URV, ela também teria uma ancoragem na taxa de câmbio, parametrizado pelo *dólar* americano. Com isso, a URV teria uma referência que se atrelava a uma moeda estável, sendo que, no mesmo sentido da credibilidade, o governo comprometia-se a não manipular o valor da URV (CARDOSO, 1993). Com isso, conferia-se novo papel à dívida pública indexada ao câmbio, servindo de coadjuvante na estabilização do mercado de câmbio e instrumento de sinalização, por parte do governo, sobre o compromisso com a manutenção do regime de câmbio administrado. Como resultado, o estoque de NTN-D cresceu de forma contínua entre 1994 e 2002.

Nesse sentido, a sociedade e os agentes formadores de preço dispunham, de um lado, de um meio de pagamento cujo valor era alterado diariamente para receber os impactos inflacionários, e, de outro, da disponibilidade de acessar uma unidade de conta diversa, de valor estável garantida pela paridade administrada com taxa de câmbio. Nesse sentido, a sociedade começou a indexar seus preços e contratos à URV, que se tornou, gradualmente, a coordenadora das expectativas dos agentes, sendo que a ancoragem ao *dólar* deu-se como uma indexação de todos os preços da economia a esta moeda, abastecendo as expectativas dos agentes sobre o valor futuro da inflação. Isso, naturalmente, amenizava o ímpeto de reajuste de preços, pois dava-se o alinhamento de preços relativos da economia brasileira. Assim, “[...] formou-se com a URV, em síntese, uma regra para a manutenção do valor real dos inúmeros contratos econômicos da sociedade.” (TERRA, 2011, p. 58).

Nesse sentido, tentou-se criar uma hiperinflação que, supostamente, era mais fácil de eliminar do que inflações altas e *embeddedness*, uma vez que nesta os preços acompanham o movimento da inflação passada, enquanto naquela os preços passam a seguir diariamente os movimentos de outra moeda, tipicamente o *dólar*. Retiravam-se com a URV, assim, os vínculos dos preços com o passado e criavam-se as pré-condições para acabar com a inflação a partir de uma ‘nova moeda’, sem memória. Assim,

[...] ao invés de esperar que o encurtamento do período de reajustes dos contratos viesse em consequência de uma aceleração da taxa de inflação (como ocorrera nos países que viveram episódios dramáticos de hiperinflação), propunha-se uma reforma monetária que anulasse a memória inflacionária do sistema, de forma a simular uma hiperinflação, sem viver suas consequências. (CASTRO, 2011, p. 147).

Ao passo que se incorporava a URV aos hábitos de referência econômica da sociedade, o *cruzeiro real* foi sendo substituído. Com efeito, a sociedade não desejava guardá-lo enquanto reserva de valor, aumentando bastante a sua velocidade de circulação, fazendo com que seu tempo de retenção fosse reduzido às transações econômicas mais imediatas. Assim, dava-se uma rápida desvalorização do *cruzeiro real*, almejada pelos idealizadores do Plano Real, servindo como estímulo ao alastramento da URV – e, nesse cenário, o governo passou, gradualmente, a instituí-la como meio de pagamento da economia. Finalmente, em primeiro de julho de 1994, por meio da MPV nº 542, o governo determinou poder liberatório à URV, alterando seu nome para *real*, passando a ser a nova moeda brasileira – permanecendo até hoje (FRANCO, 1995; TERRA, 2011; CASTRO, 2011).

Com o poder liberatório, vieram as regras de emissão e lastreamento da moeda de forma a garantir a sempre buscada estabilidade. O *real* seria emitido de acordo com a quantidade de *dólar* existente em reserva internacional, fosse em moeda, fosse em ativos conversíveis em *dólar*, na proporção de um para um. Assim, estabelecia-se a administração fixa da taxa de câmbio, definindo um regime monetário de âncora cambial ao País, somando-se a uma âncora monetária que normatizava o montante de moeda que poderia ser emitida pelo BCB, ou seja, um regime de metas monetárias. A primeira, consoante Paula e Ferrari Filho (2003), era usada para reduzir e controlar a taxa de inflação, enquanto a segunda seria utilizada para diminuir o ímpeto de demanda agregada⁸⁷. Toda essa engenharia monetária, como chama Terra (2011), trouxe uma queda abrupta da inflação já nos primeiros meses de presença do *real*, uma vez que a indexação, promovida antes da implementação da nova moeda, fez com que a inércia inflacionária fosse eliminada com sucesso (PAULA; FERRARI FILHO, 2003)⁸⁸. Tanto é que a inflação, em 1995, foi equivalente a cerca de 20% a.a., contra 759% apenas no primeiro semestre de 1994.⁸⁹

⁸⁷ No entanto, os episódios de estabilização monetária trazem consigo, de acordo com Franco (1995), a possibilidade de elevada monetização da economia, algo que não fugiu da regra no Brasil. Assim, já em outubro de 1994 as metas monetárias tiveram que ser expandidas para acomodar a crescente demanda por liquidez da sociedade, chegando ao seu abandono no fim daquele ano.

⁸⁸ Possível citar um debate na literatura especializada: uma vez que todos os países latino-americanos estabilizaram suas moedas na década de 1990, o que teria o Plano Real de especial? Em comum, pode-se ver a utilização do câmbio como estratégia de estabilização. De diferente, a não dolarização a partir de um mecanismo sofisticado de desindexação com a permanência da moeda local. Ademais, as condições externas bem melhores do que na década de 1980 (em que pese a abundante liquidez internacional e as reservas internacionais), a abertura econômica e o reescalonamento da dívida externa são fatores importantes para o sucesso do Plano, chegando-se ao ponto de acreditar que “O Plano Real, se aplicado no contexto dos anos 1980, provavelmente fracassaria.” (CASTRO, 2011, p. 160).

⁸⁹ Válido ressaltar que, a rigor, nenhuma das medidas previstas foi integralmente mantida nessa última fase do Plano: nem as metas monetárias, nem o lasto, nem a tentativa de fazer mudanças no CMN a fim de garantir maior autonomia ao BCB. O câmbio livre para baixo durou apenas três meses; as metas monetárias não foram

Ainda, a estabilização macroeconômica possibilitou um avanço no perfil da DPMFi, sobretudo em relação ao processo de desindexação: a dívida doméstica prefixada chegou ao pico de 58,95% em agosto de 1997 (56,62% em média), enquanto a parcela de títulos atrelados à taxa Selic praticamente foi anulada. Para além, durante os anos de 1994 e 1997, o prazo máximo de emissão dos títulos foi ampliado, saindo de meses e chegando a dois anos. No entanto, esse processo logo se mostrou insustentável com as turbulências no mercado internacional e nacional. Com a crise da Ásia⁹⁰, em 1997, da Rússia, em 1998, e a mudança do regime cambial do Brasil, em 1999, os avanços alcançados nos últimos anos foram rapidamente perdidos. Como resultado, já no fim de 1998, apenas 5% da dívida era prefixada (8% em média em 1999), aumentando novamente a dívida indexada ao câmbio e à taxa de juros de curto prazo, a Selic. Esses números podem ser vistos na Tabela 7 da página 112. Cabe destacar que a estratégia de estabilização monetária caracterizava-se pelo estabelecimento de uma âncora cambial e monetária em um contexto de abertura da economia nacional aos fluxos de comércio e de capitais internacionais, representando uma inconsistência econômica. Este contexto, somado a necessidade de se restringir a capacidade de criação da moeda e apertar a liquidez (que se dava também via compulsórios sobre captações à vista e a prazo⁹¹), impôs a necessidade de elevadas taxas de juros básicas – que, por sinal, era defendida por Arida (1992), uma vez que, para ele, uma estratégia de indexação provavelmente só seria bem-sucedida com a elevação das taxas de juros no pós-Plano Real. Essas trouxeram um forte influxo de capitais – mormente de curto prazo – ao Brasil, sobrevalorizando a taxa de câmbio e, como efeito, aumentando o estoque de reservas internacionais. No entanto, o País passou a ter o BP mais fragilizado, pois, por um lado, passou a incorrer em maiores volumes de importações e menores volumes de exportação, desequilibrando a balança comercial e ampliando o déficit em transações correntes; por outro, ao contar com financiamento de seu BP por meio da atração de recursos pela conta financeira via capitais que detinham um caráter de elevada volatilidade na ausência de controle sobre os fluxos financeiros internacionais. Não se pode esquecer, ainda, da importante expansão do ônus da dívida com o aumento da taxa de juros, uma vez que o Brasil havia perdido a autonomia de estipulá-la, conduzindo-a a reboque dos fluxos internacionais de capitais e

sucedidas, fazendo com que a âncora monetária fosse abandonada em prol da cambial, sem compromisso formal com o lastro (CASTRO, 2011).

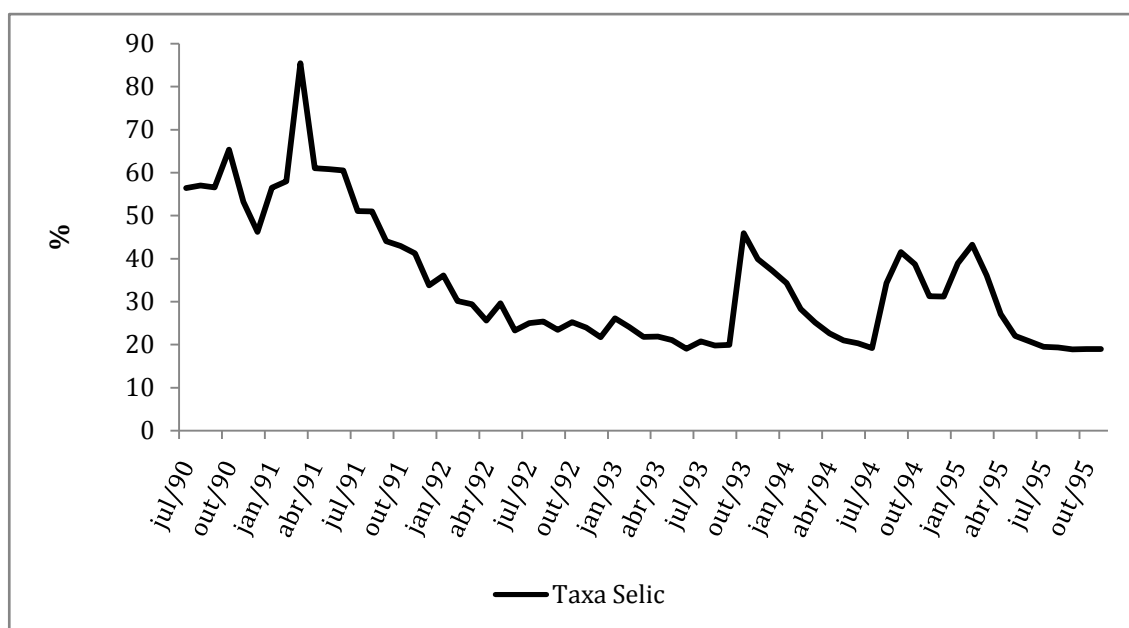
⁹⁰ A crise asiática, somado aos déficits comerciais, forçou a colocação de títulos indexados à moeda estrangeira como uma resposta alternativa do BCB ao aumento da volatilidade.

⁹¹ Por exemplo, já em junho de 1994 o compulsório sobre depósitos à vista foram aumentados de 40 para 100%, enquanto os depósitos compulsórios a prazo e de poupança foram fixados em 20%. Posteriormente, eles foram sendo gradualmente reduzidos. (CASTRO, 2011).

levando a recorrentes déficits nominais do setor público no período 1994-1999 (PAULA; FERRARI FILHO, 2003).

No período 1994-1999 a média da taxa de juros correspondeu a 34,61%, como pode ser visto no Gráfico 1 abaixo. Embora com redução de nível no período, foram as altas taxas que fizeram com que o País mantivesse a administração cambial a partir do financiamento via conta financeira, uma vez que a geração de dólares próprios foi negativa em todo período e que o investimento direto externo, diferente do preconizado pelos propositores do Plano Real, não foi uma variável fundamental ao acúmulo de reservas internacionais e à sustentação do câmbio administrado. Pode-se dizer, em relação ao câmbio, que entre o fim de 1994 e 1998, a utilização da taxa de juros foi bem sucedida, dada a constância no período de quase paridade com o *dólar*, desvalorizando-se apenas com a mudança de regime, em 1999, corroborando a importância dos fluxos de capitais financeiros para o regime monetário brasileiro de então.

Gráfico 1 - Taxa Selic, agosto de 1994 a dezembro de 1999, mensal (% ao ano)



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Séries Temporais do BCB (2015).

Atendo-se à dívida pública, pode-se apreender que nos momentos de alta liquidez internacional, o resultado natural era a ampliação da base monetária e, neste sentido, representava um risco à estabilidade monetária. A solução para comprimir o fator condicionante da expansão da base se dava via venda de títulos públicos, realizando-se uma esterilização monetária. Embora se tenha a emissão de DPMFi, “o endividamento líquido não deveria alterar-se, pois a esterilização [bastante utilizada no período] é, fundamentalmente, o

lançamento de um passivo em troca do acúmulo de um ativo” e, assim sendo, “os mecanismos de transmissão da acumulação de reservas sobre as despesas financeiras dependem do perfil dos títulos emitidos para a esterilização do *hot money*” (TERRA, 2011, p. 99). No Brasil, diferente disso, o endividamento líquido aumentou.

Uma vez que a taxa de juros básica é referência de retorno dos papéis utilizados nas operações de *open market* da política monetária e daqueles emitidos para a cobertura das NFSP, a tendência do custo da DPMFi é acompanhar a taxa de juros básica. Como no Brasil essa taxa era muito alta, o resultado era um alto custo financeiro da dívida. Soma-se a isso o fato do prazo dos títulos de dívida federal brasileira possuírem curtíssima maturidade, “herança, não combatida pelo Plano Real, do período de elevada inflação, em que o receio de perda de poder de compra por parte dos credores do setor público impedia contratos de médio e longo prazos” (TERRA, 2011, p. 100).

Como efeito, a Tabela 7, abaixo, apresenta o perfil da DPMFi brasileira entre 1995 e 2002, em termos de indexadores, de custo e prazo médios. Notável que a DPMFi caracterizou-se por uma elevada remuneração de curto prazo, uma vez que o prazo médio da dívida mobiliária foi de 5,44 meses no período de 1995-1999, chegando ao mínimo de 2,95 em 1996. A título de comparação, os títulos norte-americanos e ingleses tinham prazo médio de 5,7 e 10 anos, respectivamente, em 1999 (DUPONT; SACK, 1999; BAILEY, 1999). Ainda, percebe-se que os títulos prefixados eram, nos primeiros anos, predominantes – chegando em dois anos próximo a 60% -, condicionados pela estabilidade do nível de preços e do momento de maior liquidez até 1998. Esta situação foi rapidamente revertida com as intempéries da crise asiática em 1997, da Rússia em 1998 e do Brasil em 1999. Com isso, aqueles indexados ao câmbio e à taxa de juros tiveram trajetória ascendente no período, sendo que este, embora não fosse o indexador majoritário da DPMFi, repercutiu um custo médio de 46,1% em 1995 – quando a taxa de juros básica equivaliu a 53,4% a.a. – e de 25,7% em 1996 – quando a taxa de juros básica anual reduziu-se para 27,46% a.a. Essas esterilizações, vale dizer, implicaram um carregamento negativo ao TN, agente financiador da política monetária. As despesas financeiras decorrentes diretamente dessa política explicam aproximadamente R\$ 49 bilhões de juros nominais pagos pelo setor público em 1995, e R\$ 45 bilhões pagos em 1996.

Tabela 7 - Dívida pública mobiliária federal: prazo e custos médios, indexação à taxa de juros básica, ao câmbio e a índices prefixados, 1995 a 2002, anual

Indicadores/Ano	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Câmbio (%/DMF)	7,71	7,90	11,64	18,22	26,06	21,7	28,11	19,79
Prefixados (%/DMF)	34,76	57,38	56,62	29,98	8,0	14,9	8,1	2,0
Taxa de juros (%/DMF)	29,64	22,0	20,46	47,44	61,51	52,36	53,76	61,8
Custo médio (%)	46,10	25,70	22,50	28	19,80	17,64	16,79	27,62
Prazo médio (meses)	6,36	2,95	4,91	5,60	7,39	15,82	24,25	21,82

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de STN (Vários anosA; Vários anosB) e Séries Temporais do BCB (2015).

Tendo em vista que o resultado fiscal não financeiro do governo central, responsável pela DPMFi, foi superavitário em 1995 e em 1996, é de se crer que os gastos financeiros explicam o crescimento da dívida. De fato, de 1995 a 1999, as despesas financeiras mais que dobraram, passando de R\$ 64,64 bilhões para R\$ 165,25 bilhões, como pode ser visto na Tabela 8 abaixo. Com isso, o regime de âncora cambial adotado no Brasil pós-Plano Real até 1999, acabou

[...] impingindo um peso à política monetária. Os elevados juros que premiavam os riscos dos capitais internacionais de no Brasil investirem eram, a reboque, a referência de custo da dívida doméstica lançada para o controle da liquidez. Como o custo da política monetária materializa-se no resultado fiscal, a estabilidade monetária nos anos de liquidez internacional ampliou as despesas financeiras e fragilizou as finanças do setor público. (TERRA, 2011, p. 102).

Tabela 8 - Despesas públicas financeiras, 1995 a 1999, anual (R\$ milhões)

Despesa/Ano	1995	1996	1997	1998	1999
Despesas Financeiras	64.644	61.339	105.531	111.389	165.252
Juros nominais	48.750	45.001	44.923	75.592	127.244
Amortização	15.894	16.329	60.565	38.765	37.927

Fonte: Elaborado pelo autor baseada em Terra (2011).

Tendo a geração de dólares próprios comprometidos e sendo o nível de preços dependente de uma âncora cambial cuja estabilidade decorria da capacidade de se atrair capitais, “[...] o Brasil detinha uma fragilidade financeira que seria testada sempre que vigorasse a preferência pela liquidez no mercado financeiro internacional.” (TERRA, 2011, p. 60). E, quando instabilidades se concretizavam, como na crise do México, entre fins de 1994 e início de 1995, a resposta se dava no sentido da preservação da administração cambial e, para tanto, a saída era a elevação da taxa básica de juros (chegando, nominalmente, a 65% a.a.). Isso mantinha o câmbio sobrevalorizado, uma vez que se temia uma pressão inflacionária via *pass-through*.

Esse processo se intensificou em 1997 e 1998, com as crises dos Tigres Asiáticos e da Rússia, respectivamente, pois naquele momento o estoque de reservas internacionais era parco, havia déficit em transações correntes, preferência pela liquidez em nível internacional e crescente DLSP – todos se somando à ausência de controle de capitais –, fazendo com que o País fosse alvo de ataques especulativos, testando duramente nossa moeda, como disse Malan (1998). Como resultado, em novembro de 1998 o governo brasileiro se viu forçado a recorrer ao FMI, o qual depositou no País aproximadamente US\$ 40 bilhões, com a natural contrapartida de se realizar metas fiscais, externas e monetárias. Ademais, uma vez que o País precisava dos capitais internacionais, fez-se necessário premiar a preferência pela liquidez dos credores internacionais, elevando a taxa de juros básica entre 1997 e 1999, ultrapassando patamares de 40% a.a. (apesar de médias anuais próximas a 25%), como pôde ser visto no Gráfico 1 da página 110. Isso demonstrava como a taxa de juros básica não respondia a despesas não financeiras, mas à necessidade de captação de poupança externa⁹².

No entanto, a situação do governo ainda era crítica com uma iminência de crise cambial e, para acrescentar, os investidores internacionais não acreditaram na sustentabilidade da estabilidade do País, levando a retirada de capitais e, naturalmente, a participação de títulos indexados ao câmbio aumentou, saltando de 11,64% em 1997 para 26,06% em 1999, como pôde ser visto na Tabela 7, convertendo-se em importante fator financeiro de pressão fiscal, enquanto que 60% da DPMFi era indexada aos juros. Ao passo em que a taxa de juros anual em 1999 foi de 25,85% e o câmbio desvalorizou-se em 59% entre as médias de 1998 e 1999, é de se explicar o vertiginoso aumento das despesas financeiras com os juros nominais, passando de R\$ 45 bilhões para R\$ 72,5 bilhões e R\$ 127,2 bilhões em 1997, 1998 e 1999,

⁹² Sobre isso, consagrou-se no governo brasileiro um fato oposto, ignorando o real problema: o ajuste orçamentário recairia sobre as despesas não financeiras, enquanto que as despesas financeiras não seriam vistas como perturbadoras e, assim, nenhuma ação sobre ela seria imposta a bem do equilíbrio fiscal (TERRA, 2011).

respectivamente – representando uma ampliação de 82% em dois anos. Em suma, foi por meio do lançamento da dívida pública que se trouxeram divisas ao País, porém, como visto, a um custo demasiado alto. Por sinal, é de se dar nota o desestímulo que a política monetária configurou ao investimento produtivo em função de sua taxa básica de juros equívalem a mais de 30% a.a. entre 1995 e 1999, dado o elevado custo de oportunidade, notadamente nos anos de exacerbada preferência pela liquidez, tal como 1998.

Como resultado desse cenário, dá-se a flexibilização do regime cambial e alteração do regime monetário. Dessa forma, em 1999 duas importantes rupturas ocorreram: em janeiro de 1999, o regime cambial deixou de ser administrado em bandas cambiais para se tornar câmbio flutuante; em julho, a âncora monetária passou a ser fornecida pelo Regime de Metas de Inflação (RMI), estrutura presente até os dias atuais no Brasil. Tal qual o Plano Real, é pilar básico pelo qual se dá o mercado de dívida pública, logo, tecer breves comentários em relação ao regime faz-se mister.

No caso brasileiro, o regime foi implementado em 1999 a partir do Decreto nº 3.088 da Presidência da República e, depois, normatizado pela Resolução nº 2.615 do CMN (BCB, 2011). Assim, o RMI se tornou a nova âncora nominal da economia, em substituição à taxa de câmbio, indo ao encontro de boa parte daquilo que estava sendo feito nos anos anteriores, afinal o foco principal do Plano Real, como visto, era o combate à ‘doença crônica’ com a qual o país convivia desde a década de 1980: a inflação. Como o Plano Real já havia estabilizado os preços, o RMI teve o papel de consolidar essa conquista. Com isso, o Brasil começava a apoiar-se no tripé macroeconômico existente até os dias atuais (a despeito da não rigidez em diversos períodos, especialmente em relação ao câmbio, que funciona mais como um câmbio flutuante ‘sujo’): meta de superávit primário (LRF, sobretudo), câmbio flutuante e metas inflacionárias.

A operacionalização do RMI no Brasil parte da proposição das metas pelo MF ao CMN⁹³, local no qual serão debatidas, decididas e anunciadas. No Brasil, a meta de inflação é expressa pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) ‘cheio’⁹⁴, calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Estabelece-se, ademais, uma margem de tolerância sobre a meta alvo, que historicamente tem variado entre 2% e 2,5%. Caso essa meta não seja cumprida, é necessário que o Presidente do BCB envie uma carta aberta ao

⁹³ O Conselho Monetário Nacional é constituído pelo Ministro da Fazenda, Ministro do Planejamento e o Presidente do BCB (CARVALHO *et al.*, 2007).

⁹⁴ O IPCA ‘cheio’ leva em consideração todos os itens presentes no levantamento de preços. Quando se considera o ‘núcleo’ da inflação, alguns produtos mais voláteis são retirados. A tendência atual é de utilizar sempre o ‘cheio’.

Ministro da Fazenda, explicando os motivos do descumprimento, assim como as providências tomadas para retornar à trajetória de meta.

Para que essa política seja efetivada, foi delegada a responsabilidade pelo alcance das metas de inflação ao BCB, por ser ele a AM do País. Para estabelecer a taxa de juros (Selic) que tentará alcançar a meta definida, o responsável é o Comitê de Política Monetária (COPOM), que é composto pela diretoria do BCB e se reúne a cada 45 dias. Além da taxa de juros, o COPOM determina o viés dos juros. Esse viés dá poder ao Presidente do BCB de alterar a taxa de juros antes da próxima reunião. Mesmo com o viés e com a rotina de reuniões periódicas, sempre que for necessário, o Presidente do BCB pode convocar uma reunião do COPOM (CARVALHO *et al.*, 2007). Abaixo, na Tabela 9, é possível visualizar a tabela histórica de metas para a inflação no Brasil. Em 2001, 2002 e 2003 as metas não foram cumpridas.

Em 2001, a depreciação do real e o crescimento acentuado dos preços administrados por contrato, principalmente das tarifas de energia elétrica, foram apresentados pela AM como as principais causas para o não cumprimento. Em 2002, ocorre o mesmo efeito, auxiliado pela deterioração nas expectativas de inflação, sendo que os preços administrados sofreram alta significativa, de 12,5%. Como resultado, o BCB aumentou sucessivamente a taxa Selic a partir de outubro daquele ano, de 18% a.a. para 25% a.a., em aproximadamente 60 dias. Finalmente, em 2003 podem ser vistos como pressões inflacionárias os mecanismos inerciais, que fizeram com que boa parte da inflação do último trimestre de 2002 também tivesse impacto sobre a inflação do trimestre seguinte; elevadas expectativas de inflação; e a depreciação ocorrida em 2002, em virtude de defasagens existentes no mecanismo de repasse cambial, principalmente no que diz respeito aos preços administrados. Ademais, nos últimos dois anos, devido à incerteza dos agentes quanto à forma com que a política econômica viria a ser conduzida no novo governo, houve um aumento na percepção de risco em relação à economia brasileira, que levou a uma deterioração na formação de expectativas dos agentes e a um aumento dos custos do processo de desinflação. Apesar do não cumprimento das metas nesses anos, é possível considerar que a AM foi bem-sucedida no controle da inflação desde o RMI, uma vez que, desde 2003, todas as metas foram cumpridas (na banda superior da meta em sua maioria, vale dizer).

Tabela 9 - Histórico de Metas para a Inflação no Brasil

Ano	Norma	Data	Meta (%)	Banda (%)	Inflação Efetiva (IPCA % a.a.)
1999			8	2	8,94
2000	Resolução 2.615	30/6/1999	6	2	5,97
2001			4	2	7,67
2002	Resolução 2.744	28/6/2000	3,5	2	12,53
2003*	Resolução 2.842	28/6/2001	3,25	2	9,30
	Resolução 2.972	27/6/2002	4	2,5	
2004*	Resolução 2.972	27/6/2002	3,75	2,5	7,60
	Resolução 3.108	25/6/2003	5,5	2,5	
2005	Resolução 3.108	25/6/2003	4,5	2,5	5,69
2006	Resolução 3.210	30/6/2004	4,5	2	3,14
2007	Resolução 3.291	23/6/2005	4,5	2	4,46
2008	Resolução 3.378	29/6/2006	4,5	2	5,90
2009	Resolução 3.463	26/6/2007	4,5	2	4,31
2010	Resolução 3.584	1/7/2008	4,5	2	5,91
2011	Resolução 3.748	30/6/2009	4,5	2	6,5
2012	Resolução 3.880	22/6/2010	4,5	2	5,84
2013	Resolução 3.991	30/6/2011	4,5	2	5,91
2014	Resolução 4.095	28/6/2012	4,5	2	6,41

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de BCB (2011), atualizado a partir de Ipeadata (2015).

* A Carta Aberta, de 21/03/2003, estabeleceu metas ajustadas de 8,5% e 5,5% para 2003 e 2004, respectivamente.

Resumidamente, o regime propõe uma meta de crescimento para algum índice de preços, anunciando-a no início de um período de tempo. O objetivo central e, muitas vezes, exclusivo, deste regime é "[...] alcançar a meta inflacionária determinada [...]" (CARVALHO *et al.*, 2007, p. 139), que deve ser baixa e estável. No mesmo caminho, como apontam Arestis *et al.* (2009), o que caracteriza a política econômica do RMI é esta voltar-se, sobretudo, para a estabilidade de preços continuamente baixos, não entendendo a política fiscal como um instrumento macroeconômico eficaz em promover o crescimento da riqueza; e, no que toca ao emprego, seu nível deve residir em patamares que não causem a aceleração inflacionária. Ainda segundo Carvalho *et al.*, o RMI tem como ponto de partida dois pressupostos:

[...] o primeiro está relacionado ao fracasso da adoção do regime de regras de expansão monetária *à la* Friedman, com destaque para as dificuldades enfrentadas pela política monetária adotada pelo *Federal Reserve* (FED) nos

EUA a partir de 1979, em função, principalmente, da impossibilidade de se prever o comportamento da demanda por moeda em um sistema financeiro caracterizado por inovações financeiras e mobilidade de capitais. O segundo é o pressuposto teórico de que a política monetária é inócua para afetar as variáveis reais da economia de forma duradoura, como os níveis de produto e emprego, tomando como base a hipótese da existência de uma taxa natural de desemprego, determinada por fatores reais e institucionais e, portanto, longe da influência da política econômica. (2007, p 140).

Para os propositores deste regime cuja prática iniciou-se no início dos anos 1990 e hoje é adotado em mais de 30 países, sua estrutura de funcionamento é vista como um instrumento poderoso e flexível para alcançar o objetivo da estabilização de preços, além de aproximar a comunicação entre os *policy makers* e os agentes no mercado, gerar maior disciplina, prestação de contas e transparência. Nesta lógica, credibilidade, liberdade e independência à AM são fatores fundamentais para o sucesso do regime. Como colocado por Cukierman, Neyapty e Webb:

[...] a noção de Banco Central independente, enfatizada nesse estudo, não é uma noção de independência incondicional com relação ao governo; ao contrário, trata-se da independência para perseguir o objetivo da estabilidade de preços, mesmo ao custo de outros objetivos que talvez sejam mais importantes para as autoridades políticas. (1993, p. 382).

No âmbito teórico, Consoante Carvalho *et al.* (2007), o RMI decorre principalmente dos pressupostos da teoria Novo-Clássica. Contudo, de acordo com Taylor (1997), o RMI é derivado de um conjunto de apontamentos teóricos semelhantes entre Novo-Clássicos e Novo-Keynesianos, o que, na literatura, é chamado de Novo-Consenso Macroeconômico. Nesta teoria, pressupostos como existência de taxa natural de desemprego, Curva de Phillipps expectacional, viés inflacionário, neutralidade da moeda e inflação como um fenômeno meramente monetário são verdadeiros. Para além, postulam que a política monetária "[...] somente pode causar efeitos reais passageiros e efeitos inflacionários permanentes." (CARVALHO *et al.*, 2007, p. 144), sendo que, para alguns, nem efeitos passageiros poderiam ser vistos.

Ainda no debate teórico, vale um apontamento: por acolher a inflação como um fenômeno meramente monetário, que repercute unicamente em inflação de demanda, esta causa é superestimada. Porém, em uma perspectiva crítica, como a teoria pós-keynesiana, com esta concepção "[...] negligencia-se o que ficou conhecido como *inflação de custos* e omite-se um dos mais antigos debates da história do pensamento econômico, qual seja, a

discussão sobre as causas do processo inflacionário." (MODENESI, 2005: 200, grifos do autor). Para os autores pós-keynesianos, é possível identificar sete causas de inflação⁹⁵, sendo que, para cada tipo, uma política diferente deve ser adotada e, neste sentido, a estabilidade do nível de preços não deve ser obtida apenas pela política monetária, mas por uma combinação de instrumentos de política econômica e, assim, não cabe apenas ao Banco Central a tarefa de manutenção da estabilidade de preços.

Nesse contexto, o RMI, ao dar maior enfoque à utilização da política monetária na busca pela estabilidade de preços, limita as possibilidades de combate à inflação, comprometendo, muitas vezes, o desempenho econômico (MODENESI, 2005). Dessa forma, ao se relevar apenas a inflação de demanda numa hipótese de existência de uma Lei de Say, a taxa de juros de curto prazo se torna o principal instrumento de política monetária do RMI, sendo ajustada para se chegar ao objetivo desejado, sendo nada mais que uma forma de alterar a relação entre consumo presente e futuro e, assim, equilibrar a oferta e a demanda. Por outro lado, como uma decorrência imediata do RMI, a taxa de juros não era mais responsável pela administração cambial e, assim, a permitiu níveis menores do que entre 1994 e início de 1999, pois o câmbio (flutuante desde janeiro de 1999) absorveria e equilibraria o BP (ARESTIS *et al.*, 2009; TERRA, 2011).

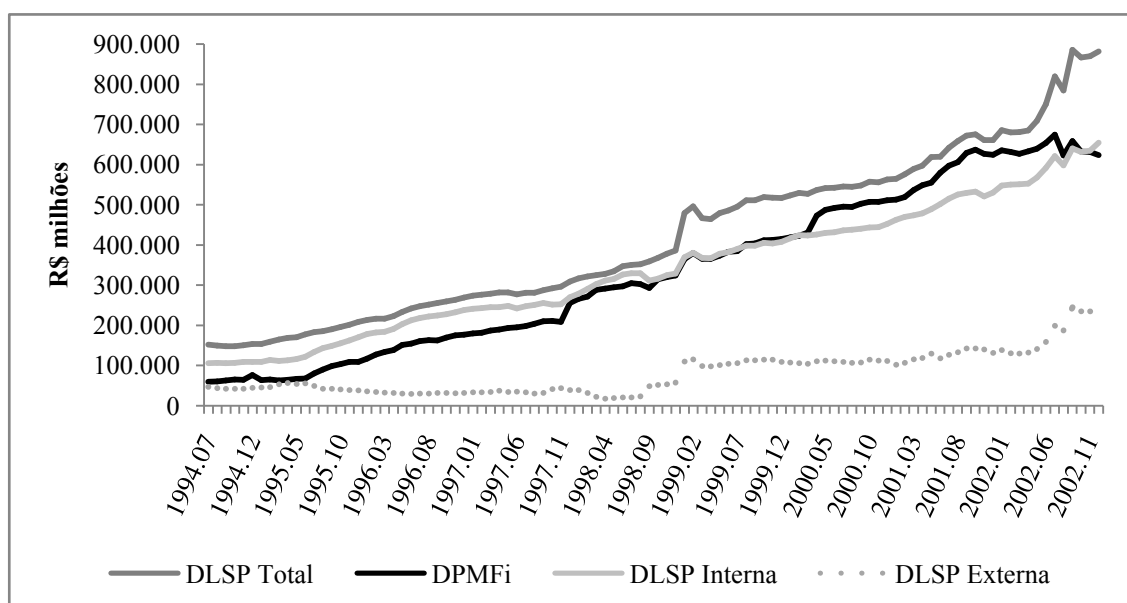
Fica claro, em suma, que o início da história do RMI no Brasil tem início forçado, que se derrocou em função da crise brasileira em fins de 1998 e início de 1999. Pois, além dos índices já historicamente elevados da taxa de juros real brasileira, os elevados déficits na conta corrente obrigavam a manutenção das taxas em patamares elevados a fim de atrair capitais externos, garantindo, assim, o financiamento do BP e a consequente manutenção das reservas internacionais (que se reduzia rapidamente) em níveis confortáveis para a administração da taxa de câmbio entre o Real e o dólar, mantendo o *real* sobrevalorizado (MODENESI, 2005). Por sinal, a manutenção entre 1994 e 1999 desse regime só foi possível pela flexibilidade que o BCB tinha de não ter limite de compra de reservas internacionais, uma vez que ele poderia esterilizar emitindo títulos de dívida pública (fato que ocorreu entre 1986 e 2002, finalizado com a LRF). Se não fosse por isso, teria sido impossível sustentar por tanto tempo o antigo regime de taxa de câmbio. Ademais, segundo Barbosa (2003), o desajuste fiscal do primeiro mandato e a teimosia do regime de câmbio fixo foram erros de política econômica que poderiam ter sido evitados.

⁹⁵ Os sete tipos de inflação que a teoria pós-keynesiana identifica são: a inflação de salários; inflação de lucros, inflação de rendimentos decrescentes; inflação importada; inflação oriunda de choques de oferta; inflação de impostos; e inflação de demanda (MODENESI, 2005).

Estes altos juros tinham, porém, custo fiscal elevado, que se expressou, notadamente, no aumento acelerado da DLSP, que se ampliou mais de exorbitantes 225% de julho de 1994 a julho de 1999, passando de R\$ 152 bilhões para R\$ 495 bilhões (BCB, 2015), como pode ser visto no Gráfico 2 abaixo. Além disso, na medida em que grande parte dos títulos públicos estavam atrelados à taxa Selic, um aumento da taxa básica de juros ampliava o custo médio do endividamento público, expandindo, por efeito de desequilíbrios orçamentários decorrentes, o estoque da dívida pública.

Logo após a mudança de regime, a moeda brasileira desvalorizou-se rapidamente. A mudança para o RMI, entretanto, não ditou uma mudança de instrumentos. Como será visto, a taxa de juros, mais uma vez, foi utilizada quase exclusivamente como instrumento de alcance da meta de inflação. Porém, a economia brasileira com preços administrados e serviços públicos indexados (energia elétrica e telefonia, por exemplo) diminuía a potência do canal de transmissão da política monetária⁹⁶, sendo necessário reprimir a demanda agregada mais do que seria necessário se todos os preços fossem livres (MODENESI, 2005).

Gráfico 2 - Dívida Líquida do Setor Público total, interna e externa e Dívida Pública Mobiliária Federal interna, julho de 1994 a 2002, mensal (R\$ milhões)



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Séries Temporais do BCB (2015) e Ipeadata (2015).

⁹⁶ Para mais sobre os canais de transmissão da política monetária, Veja BCB (1999) e Carvalho *et al.* (2007).

Enfim, o Plano Real possibilitou a estabilidade monetária e isso, naturalmente, impactou na estrutura da dívida pública. Nos primeiros anos após o Plano, o governo logrou melhorar substancialmente a composição da dívida. Com a estabilidade econômica, o volume de LTNs emitidas foi aumentado, da mesma forma que os prazos destas em leilão, passando de um mês para dois e três meses de prazo. Em 1996, por exemplo, apenas LTNs de seis meses eram ofertadas em mercado, trajetória que paulatinamente foi aprimorada, chegando, ao final de 1997, a títulos prefixados emitidos pelo TN com dois anos de prazos. Como efeito, a participação das LTNs, que se encontrava em menos de 1% ao final de 1994, alcançaram 27% em 1996, ano em que o estoque das LFTs chegou a desaparecer.

No entanto, essa realidade logo seria testada com as turbulências passadas pela economia internacional no período. Após a eclosão da crise da Ásia, a opção imediata foi pela redução dos prazos, voltando a ofertar títulos de três meses. Com a crise da Rússia, o TN voltou a emitir LFTs, após resistir em recorrer a esse instrumento, interrompendo a emissão de títulos prefixados: assim, ao final de 1998, o estoque de prefixados chegaria a apenas 2% do estoque total, enquanto as LFTs voltavam a representar quase metade desse estoque total. Um dos motivos, segundo Pedras (2009), que explicam a não recuperação dos papéis prefixados na participação da dívida é o aumento da percepção de risco de refinanciamento, uma vez que esta cresceu muito, trazendo a necessidade de se aumentar o prazo médio dos títulos para não piorar a percepção do mercado quanto à sustentabilidade da dívida pública. Destarte, privilegiavam-se instrumentos pós-fixados (notadamente as LFTs) mais longos. Fica patente, a partir dessa volatilidade, que os avanços que eram obtidos na dívida pública não eram duradouros, perdendo sustentabilidade nas primeiras instabilidades econômicas.

Ainda, como efeito do Plano Real, o Brasil auferiu superávits primários a partir de 1995 (daí até 2013, apenas em 1996 e 1997 o País não obteve poupança primária). Não obstante, o ajuste fiscal e o recorrente superávit primário não trouxeram a estabilidade do endividamento público, que acumulou constantes desequilíbrios quando se analisa o orçamento como um todo, ou seja, em nível financeiro e não financeiro. Conseqüentemente, a DPMFi cresceu bastante na segunda metade da década de 1990, à taxa de 24,8% a.a. em termos reais, possuindo um perfil de alta indexação à taxa Selic (79% em 1995), restando aos títulos prefixados apenas 8,5%, e curtíssima maturidade (até dois meses). Por sinal, essa é a tendência também nos primeiros anos após a implementação do RMI, como pode ser visto na Tabela 7 da página 112. O perfil não obteve melhora entre 2000 e 2002: na média, 55,97% eram títulos atrelados à Selic, 23,2% indexados ao câmbio e apenas 8,33% prefixados; o custo médio continuou em patamares semelhantes, chegando, no entanto, a um pico de 27,62% em

2002, dada a crise de confiança devido às eleições. Apenas os prazos médios tiveram substancial melhoria (15,82 meses, em 2000, para 21,82 em 2002), resultado de uma maior utilização das LFTs. Em relação à DLSP, o movimento crescente é o mesmo: passa de R\$ 491 bilhões, em julho de 1999, para R\$ 881 bilhões, em dezembro de 2002 (um crescimento de 78%), como pôde ser visto no Gráfico 2. O ano de 2002 é representativo. O aumento de 18% a.a. para 25% a.a. da taxa Selic em apenas 60 dias levou à percepção, por parte do mercado, de que a dívida poderia entrar em uma trajetória insustentável (uma vez que esta era fortemente atrelada à Selic), levando ao aumento do risco-país, interrupção dos fluxos de capitais, desvalorização cambial, deterioração nas expectativas de inflação e aumento nos índices de preços. Nas palavras de Pedras,

O ponto a destacar quanto a esse período é que, apesar do grande avanço representado pela estabilização da economia, seus efeitos sobre a dívida pública em termos de composição dos instrumentos não se fizeram sentir tão fortemente como seria esperado. As expressivas emissões diretas representadas pelo reconhecimento dos passivos contingentes (fundamental para um saneamento definitivo das contas públicas), aliadas às altas taxas de juros necessárias à consolidação da estabilidade, fizeram com que a dívida pública crescesse brutalmente no período. Esse fato gerou a necessidade de que seu prazo médio fosse elevado para evitar que o risco de refinanciamento a cada período ficasse muito grande. (2009, p. 67).

Importante salientar que, tal qual corrobora o Gráfico 2, é o significativo crescimento da DPMFi no período que condiciona a dinâmica da DLSPi e da própria DLSP, chegando a DPMFi a superar a própria DLSPi⁹⁷. É digno de nota um crescimento de 520% entre junho de 1994 e junho de 1999 (R\$ 61,76 bilhões para R\$ 383,1 bilhões) e de 62% entre julho de 1999, quando da implementação do RMI, e dezembro de 2002 (para R\$ 623 bilhões). Por outro lado, o endividamento externo mantém estável ao longo do período, alterando-se apenas a partir de janeiro de 1999, em função do ajuste patrimonial do passivo externo causado pela desvalorização cambial pós-RMI, alterando-se depois apenas na crise de confiança em 2002 e as oscilações cambiais provenientes desta. Nesse sentido, uma vez que o resultado não financeiro do governo central se mostrou deficitário apenas em 1997, é possível afirmar, por lógica, que a DPMFi não foi originada por desequilíbrios primários, mas por outra fonte do orçamento público, aquela conectada à política monetária, criando uma instabilidade fiscal que, “[...] deliberadamente irresolvível pelo âmbito das despesas financeiras, culminou em crescentes DPMFi e, por conseguinte, DLSP.” (TERRA, 2011, p. 111-112).

⁹⁷ Isso é possível, uma vez que na DMF não se descontam os ativos detidos pelo setor público, enquanto desta sim, o que, a propósito, adjetiva o endividamento enquanto líquido (TERRA, 2011).

Nesse sentido, alguns são os motivos que podem explicar essa trajetória. Primeiramente, decorre-se da manutenção de elevados gastos financeiro devido a uma política monetária rígida alicerçada

a) antes do RMI, pela necessidade de captar recursos externos até julho de 1999 e

b) pós-RMI, em que se utiliza apenas um instrumento em patamares elevados (a taxa de juros) para se conseguir quase que exclusivamente um objetivo (estabilidade de preços).

Em segundo lugar, consoante Pedras (2009), o superávit primário não tinha o tamanho necessário para arrefecer o déficit nominal (e nem poderia ter, dada sua dimensão), sendo que em alguns entes do governo o resultado primário era, por sinal, negativo. Em terceiro lugar, a política de propiciar maior transparência às contas públicas acabou por reconhecer vários passivos que antes se encontravam disfarçados. Finalmente, outro fator que pode ser destacado são as desvalorizações cambiais que sobrevieram durante esse período, sobretudo em 1998-1999 e 2001-2002.

A despeito dos motivos citados, o aspecto a se ressaltar aqui, objeto central do presente trabalho, é que há um problema de caráter estrutural, e, logo, de longo prazo, no mercado de títulos da dívida pública – passível de ser chamado mercado Selic sem incorrer em erro, uma vez que este é depositário de 99% da carteira de títulos federais. Afinal, a indexação e a passagem da gestão da dívida pública para o BCB no regime militar, algo bastante funcional para a execução do orçamento monetário naquele período, fez com que o Selic ficasse nessa instituição. Com altas inflações e dado o fato de que a dívida pública era refinanciada diariamente no *overnight*, a taxa dessa operação era também a taxa de juros do título público e, nessas circunstâncias, era bastante funcional e reduzia o risco para os investidores e o custo de financiamento da dívida pública.

No entanto, com a volta da gestão da dívida pública para o TN, em 1987, o Selic continuaria (e ainda continua) a cargo do BCB, transparecendo o fato de que o Plano Real, apesar de ter dado cabo ao processo inflacionário brasileiro, manteve intacto todo o regime monetário do período de hiperinflação até hoje. Nesse sentido, aquilo que era funcional naquele período se tornou, hoje, importante problema, pois o que reduzia o risco e o custo ao se utilizar da taxa de juros do *overnight* para refinarçar a dívida pública se inverteu, fazendo com que a taxa de juros de longo prazo, título público fundamental ao financiamento do desenvolvimento a partir da elevação do investimento, se tornasse a taxa de juros do próprio *overnight*, contaminando todo o sistema bancário e mercado de capitais (NAKANO, 2012).

Logo, o Plano Real acabou por realizar uma reforma incompleta, deixando as políticas monetária e fiscal fundidas, uma vez que o mesmo título é utilizado tanto pelo TN,

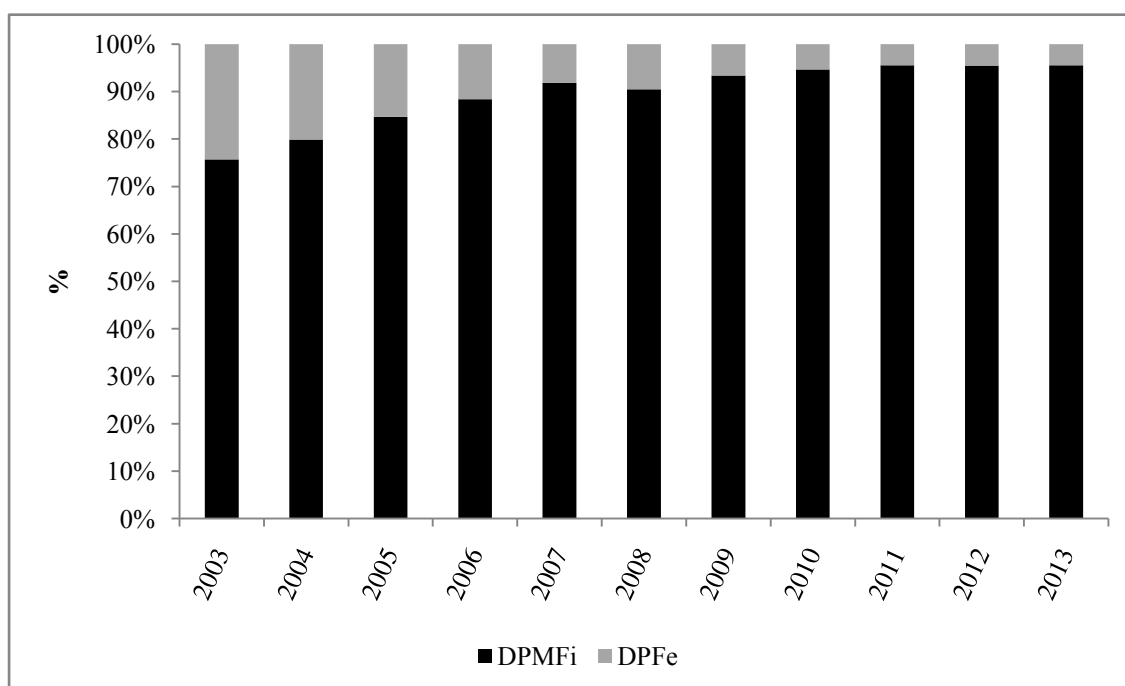
na venda de títulos de dívida para captação de recursos para fins fiscais, quanto pelo BCB, na condução da política monetária nas operações de mercado aberto. Ademais, as altas parcelas de títulos pós-fixados e as curtas maturidades dos títulos são reflexos desse período hiperinflacionário, no intuito de se reduzir a incerteza e a perda com a desvalorização da moeda, reanimando a demanda por títulos dos agentes, o que era bastante funcional naquele período, pois, caso contrário, os títulos praticamente não seriam demandados, seja para política monetária ou fiscal. E é herança desse período, uma vez que é difícil separar o mercado Selic estruturado desse tipo de título, afinal foi na história contada até aqui que se pode apreender a fusão entre o mercado de títulos de curto e longo prazo, quando, em 1986, se lançou as LFTs (ou, antes, quando em 1964 as ORTNs foram lançadas). Neste sentido, toda vez que se estiver falando do Selic, naturalmente os títulos pós-fixados estarão, direta ou indiretamente, sendo tratados – e o contrário é verdade: toda vez que se falar de LFT está se falando do mercado Selic.

Isso, ainda nos dias atuais, a despeito de mudanças importantes, tem consequências graves e precisa ser combatido: esta anomalia impossibilita melhoras consistentes na estrutura, no perfil (taxa de juros, tipos de títulos e suas participações, prazos, entre outros) e no tamanho da dívida pública brasileira. Como resultado desse imbróglio, o custo financeiro da dívida, por situar há muito tempo entre os três maiores gastos incorridos pelo governo, tem efeitos perversos sobre a relação entre a arrecadação de receitas e as despesas do setor público. De forma geral, essa herança histórica recai sobre a eficiência, harmonia e independência das políticas macroeconômicas (sobretudo fiscal e monetária), o investimento produtivo, dado o custo de oportunidade com o sistema financeiro, implicando em entraves ao crescimento e desenvolvimento do País.

Antes de adentrar nesses problemas na última seção deste capítulo, um estudo pormenorizado da dívida pública de 2003 até os dias atuais será realizado. Este recorte temporal é proposital, uma vez que é neste momento que a literatura destaca como os passos mais importantes no sentido de se melhorar o perfil da dívida (o que não inclui, como será visto, uma reforma institucional do mercado de títulos do Brasil). Afinal, já em 1999, o governo voltou a emitir títulos indexados a índices de preços, o IGP-M (considerado um perfil melhor, como já visto). O objetivo era continuar o processo de alongamento da dívida pública, aproveitando, segundo Pedras (2009), uma elevada demanda potencial representada pelos fundos de pensão. Desde então, tem-se observado um esforço no caminho de se obter contínua melhora no perfil da dívida federal interna, buscando a redução na participação de títulos indexados à taxa de câmbio e à taxa Selic. Fato que vem acontecendo dada a melhora

na percepção dos investidores quanto ao rumo da economia em vista da postura do novo governo em manter a responsabilidade fiscal e as políticas monetária e cambial, sendo possível observar consideráveis avanços na administração da dívida pública, mas que, como será visto, não trouxeram atenuações no nível de crescimento da DLSP.

Gráfico 3 - Participação da Dívida Pública Federal interna e externa na Dívida Pública Federal Total, 2003 a 2013, anual (%)



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados dos Relatórios Anuais da STN (vários anos).

Importante ressaltar que na próxima seção a DLSPe, que já vinha perdendo significativo destaque, será praticamente ignorada. Primeiro, pois a anomalia e os efeitos prejudiciais que impactam a economia brasileira (como se quer mostrar) recaem principalmente sobre a dívida interna. Em segundo lugar, a estrutura atual permite afirmar, sem exagero, que as instabilidades cambiais geradas pelos elevados passivos em moeda estrangeira do setor público pertencem a um passado cada vez mais distante. Esta possui não somente um tamanho reduzido, mas diluído ao longo do tempo, com pontos líquidos, emissões qualitativas e apresentando risco cambial bastante baixo, se comparado com o início do século XXI. Em outras palavras, “Um dos grandes problemas de política econômica enfrentado pelo Brasil ao longo dos últimos trinta anos [delineado no capítulo 3] tornou-se uma questão cuja administração é absolutamente confortável.” (PEDRAS, 2009, p. 77). Tanto

é, que a DPFe decresceu de uma participação na DPF total de 24,27% em 2003 para 4,46% em 2013, como pode ser visto no Gráfico 3 acima. Isto, não somente pelo aumento em todos os anos da DPMFi, mas também pela sua redução ao longo do tempo, caindo de R\$ 234 bilhões para R\$ 94 bilhões entre 2003 e 2013⁹⁸. Ademais, no mesmo período, há uma ampliação importante das reservas internacionais, ultrapassando bastante a dívida externa, saindo de US\$ 49 bilhões para US\$ 358 bilhões, reduzindo de forma significativa a vulnerabilidade externa⁹⁹.

4.2 EVOLUÇÃO RECENTE DA DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL INTERNA: DE 2003 A 2014

A partir do século XX iniciam-se os esforços efetivos para a melhoria do perfil da dívida, que, como visto, crescia desde o Plano Real. Seus efeitos mais significativos conseguem ser vistos a partir de 2003 como resultado dos Relatórios Mensais da Dívida, iniciado em novembro de 2000, do PAF, em 2001, e dos Relatórios Anuais da Dívida, publicado pela primeira vez em 2003. No PAF, criavam-se metas para a dívida pública, traçando estratégias de gerenciamento específicas para serem alcançadas, com premissas e prioridades da instituição de forma estruturada e pública, sendo a profissionalização um ponto importante. Assim, mais que uma ferramenta de planejamento, o PAF se consolidou enquanto um instrumento de ampliação da transparência e da previsibilidade, duas características importantes no gerenciamento da DPF (STN, 2015). Fundamental é o PAF, pois um dos elementos mais importantes da administração da dívida recai exatamente no desenvolvimento de estratégias consistentes e sustentáveis da dívida, explicitando uma estrutura de médio e longo prazos, baseada em análises de custo e risco, do desenvolvimento do mercado doméstico, considerando as restrições macroeconômicas e, por fim, a eficiente execução dessa estratégia.

Não só no Brasil, mas em vários países, o desenvolvimento do mercado de dívida pública ganhou grande atenção, tornando-se objeto de debate recorrente, uma vez que uma eficiente gestão da dívida é passível de ajudar os países a “[...] imunizarem as políticas

⁹⁸ Não se pode ignorar, por outro lado, que uma parte da DPMFi que temos hoje foi adquirida na troca com a DPFe em diversos períodos (e não apenas na década de 1980), sendo aquela com taxas de juros muito maiores do que esta, causando significativos ganhos de custos financeiros ao governo brasileiro.

⁹⁹ Finalmente, em 2003 dá-se a transferência da administração das operações da DPFe do BCB para o Tesouro Nacional, uma vez que a administração conjunta das dívidas, segundo Rocha (2009), tende a proporcionar maior eficiência, sobretudo na gestão de riscos, possibilitando sinergias no planejamento integrado das operações correlacionadas.

monetária e fiscal ante contágios e choques financeiros.” (ROCHA, 2009, p. 131). Mercados de títulos mais desenvolvidos facilitam a implementação de estratégias de financiamento da dívida e permitem que o governo busque de forma mais eficiente a minimização de custos e riscos de seu passivo. Em particular, deve-se preocupar com riscos associados aos impactos da taxa de câmbio e de juros e em assegurar o pagamento e o refinanciamento da dívida. Seguindo-se Silva, Garrido e Carvalho (2009), o desenvolvimento deste mercado gera uma série de benefício, tanto do ponto de vista micro quanto macroeconômico. No âmbito micro, é possível: auxiliar na mudança de um sistema financeiro primário (orientado para bancos) para um sistema mais diversificado, no qual o mercado de capitais pode complementar o financiamento bancário; aumentar a estabilidade e a intermediação financeiras por meio de maior competição e desenvolvimento de infraestrutura, produtos e serviços; envolver a criação de uma completa infraestrutura de informação legal e institucional que beneficie o sistema financeiro como um todo; e viabilizar a introdução de novos produtos financeiros, à medida que a curva de juros do país se desenvolve, incluindo derivativos e outros produtos que podem melhorar o gerenciamento de risco e a estabilidade financeira.

No campo macroeconômico, um mercado desenvolvido pode: reduzir os custos de serviço da dívida no médio e no longo prazos por meio do desenvolvimento de um mercado de dívida mais líquido; fortalecer a transmissão e a implementação da política monetária, incluindo o alcance de metas de inflação; reduzir a necessidade de financiamento dos déficits do governo e evitar sua exposição excessiva a dívidas denominadas em moeda externa; viabilizar a suavização de gastos de consumo e investimento como resposta a choques; auxiliar na redução da exposição do governo a taxas de juros e a outros riscos financeiros; e possibilitar uma maior estabilidade da economia do país, algo que, ao mesmo tempo, auxilia na gestão da dívida (sendo uma relação recíproca).

Em linha com essa lógica, o Brasil passou a explicitar o desenvolvimento do mercado como um dos objetivos de gestão da dívida, como pode ser visto no PAF de 2001. De fato, o perfil da dívida em 2002 não era o mais desejável: 60,8% dos títulos de dívida interna ofertados eram indexados à taxa Selic, 22,4% eram títulos cambiais, restando apenas 2,2% de participação aos títulos prefixados. Ainda, o prazo médio da DPMFi era baixo, próximo a dois anos. Nesse sentido, a partir desse período tem-se uma maior qualificação e profissionalização na administração da dívida, que passou a adotar diversas medidas para se adequar às melhores práticas internacionais, sobretudo buscando desenvolver o mercado de dívida pública em vista de uma composição ótima da DPF (*benchmark*), ou seja, o perfil desejado para a estrutura da dívida no longo prazo. Para tanto, esboçam-se estratégias de

financiamento de curto e médio prazo do governo que conduzam a DPF para um adequado balanço entre custos e riscos. Com isso, é possível se chegar a uma estrutura de dívida mais saudável que contribua significativamente para diminuir a vulnerabilidade do país a choques adversos, constituindo-se, destarte, como um importante componente para o fortalecimento da posição fiscal e, em última instância, para a estabilidade macroeconômica do país.

Como resultado, na história recente da dívida pública há uma melhora substancial em seu perfil, seja na participação de títulos ofertados, no prazo, nos custos de financiamento de médio e longo prazo, nos indicadores de risco ou na liquidez do mercado. Para que se alcancem tais avanços, alguns pré-requisitos são passíveis de serem citados: políticas monetária e fiscal saudáveis; governo estável e crível; eficiência na estrutura legal, regulatória e de impostos; sistema financeiro com intermediários competitivos; e arranjos seguros de sistemas de liquidação e custódia (SILVA; GARRIDO; CARVALHO, 2009). Grande parte desses avanços, nesse sentido, diz respeito às melhorias dos fundamentos econômicos no Brasil, sobretudo ao fim do processo inflacionário, em 1994, e da utilização de políticas macroeconômicas que auxiliem esse processo, com baixa inflação, responsabilidade fiscal (superávits primários consecutivos), como também aos avanços no gerenciamento da dívida e à evolução dos mercados internacionais. Com isso, os prazos médios foram expandidos, o custo médio reduziu-se, os títulos prefixados e referenciados por índices de preços aumentaram suas participações e a exposição cambial reduziu-se. É essa evolução recente da dívida que será desenhada nessa seção.

Há pelo menos quatro características da composição da dívida pública, seguindo-se Emílio e Soares (2001), que o gestor deve estar atento:

- a) tamanho;
- b) maturidade média;
- c) tipo de indexação e;
- d) concentração dos vencimentos da dívida.

O seu tamanho diz respeito à sustentabilidade da dívida, mas ela não se esgota aí, por isso a necessidade de se analisar a composição de forma mais aprofundada. Afinal, uma grande proporção dívida/PIB, mas composta com títulos de alta maturidade e *duration*, sem concentração de vencimentos em 12 meses, com parcela majoritária de títulos prefixados e indexados à índices de preços, muito provavelmente será melhor que uma menor relação dívida/PIB, mas com composições exatamente opostas. A maturidade média, assim como sua indexação, está diretamente ligada a sua *duration*, que é a elasticidade do valor da dívida com relação a sua taxa de retorno. Essas características expressam o risco de mudanças nas taxas

de juros nominais ou reais. A concentração dos vencimentos da dívida, por sua vez, traz implicações para a liquidez dos títulos públicos e para a capacidade de rolagem da dívida. Um mercado menos líquido faz com que os compradores exijam um prêmio de risco maior.

Muito importante é o avanço no gerenciamento da dívida pública brasileira, não só pelo seu aumento vertiginoso em um perfil não desejável, mas também pelo fato do mercado doméstico de títulos públicos brasileiro ser grande: é o oitavo maior do mundo, e o nono em relação ao PIB (sendo um dos mais líquidos dentre as economias emergentes) (SILVA; GARRIDO; CARVALHO, 2009). Inicialmente, pode-se citar a estratégia de adoção da concentração de vencimentos em datas específicas, no intuito de aumentar a liquidez, uma vez que reduzia o número de vencimentos ao tempo, ao mesmo tempo em que se aumentava o volume emitido para cada um deles. Na estrutura de negociação, muda-se o sistema de *dealers*, de responsabilidade exclusiva do BCB, para dois grupos, primários e especialistas, cujos objetivos básicos são adquirir títulos nos leilões e negociar tais títulos no mercado secundário, respectivamente. Em 2004, implanta-se a Conta Investimento e a tributação decrescente, ambas para facilitar o alcance das diretrizes definidas pelo PAF.

No fim de 2002, inicia-se a emissão das Notas do Tesouro Nacional – série B (NTN-B), título indexado ao IPCA, que representam hoje parte significativa da composição da dívida pública – acima de 30%. Já em 2003, pela primeira vez foram emitidos títulos prefixados mais longos, com pagamentos de cupons periódicos de juros, as NTN série F, prática que tinha o intuito de alongar a dívida prefixada, alinhando-se aos procedimentos adotados nos países cujos mercados já eram mais desenvolvidos.

No mesmo sentido de estimular o alongamento e a prefixação da dívida, em 2006, via edição da MPV nº 281, convertida, posteriormente, na Lei nº 11.312, é dada a isenção do Imposto de Renda sobre ganhos de capital para investidores estrangeiros. Como resultado, entre fevereiro e dezembro de 2006, houve ingresso líquido de cerca de US\$ 6 bilhões de dólares direcionados para tais aplicações, contra US\$ 400 milhões em 2005, menos de R\$ 40 milhões em 2004 e US\$ 160 milhões em 2003 (COUTINHO; BORGES, 2007). Uma vez que esses investidores têm perfil de aplicação mais longo, esta medida permitiu acelerar o aumento do prazo médio da dívida, via compra de NTN-Fs e NTN-Bs de prazos mais elevados. Com isso, auxiliado pela demanda desse tipo de investidor, o TN emitiu, pela primeira vez, um título prefixado com prazo de dez anos, a NTN-F 2017, “[...] representando um marco na gestão da dívida pública.” (PEDRAS, 2009, p. 68), sendo que, ao longo daquele ano, esse título foi emitido regularmente nos leilões semanais. Ainda em 2007, a estrutura de emissão de títulos prefixados foi definida para padronizar os títulos, consolidando prazos de

referência (*benchmarks*) no mercado, seguindo-se as práticas internacionais. Com isso, as LTNs foram definidas com prazos de 6, 12 e 24 meses e as NTN-Fs com prazos de 3, 5 e 10 anos, sendo estes últimos emitidos com pagamento de cupom intermediário de juros (SILVA; GARRIDO; CARVALHO, 2009). Tendo citado esses títulos mais recentes, um quadro com os principais títulos da DPMFi pode ser elaborado:

Quadro 2 - Descrição dos principais títulos da DPMFi

Título	Indexador	Prazos de emissão (regra geral)	Juros
LTN	Prefixado	6, 12 e 24 meses	Não há
NTN-F	Prefixado	3, 5 e 10 anos	10% a.a., pagos semestralmente
NTN-B	IPCA	3, 5, 10, 20, 30 e 40 anos	6% a.a., pagos semestralmente
NTN-C	IGP-M	Não é mais emitido	6% a.a., pagos semestralmente
LFT	Selic	3 a 5 anos	Não há

Fonte: Elaborado pelo autor baseado em Tavares e Tavares (2009).

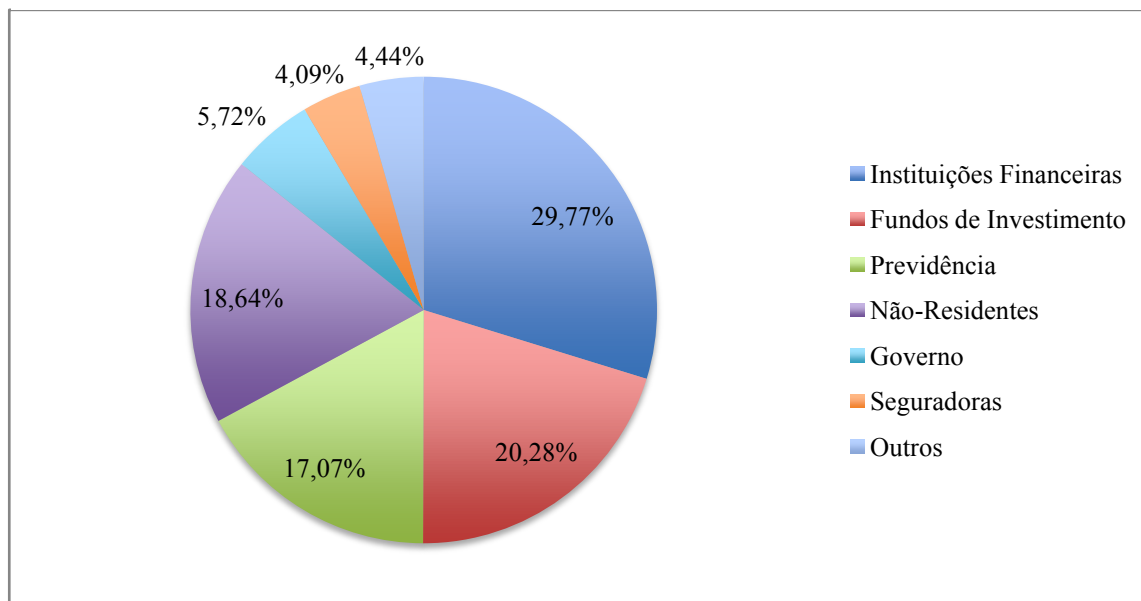
Nota: Em todos os custos em diante é o Selic e o emissor é a STN.

Em relação a esses títulos públicos, é possível considerar o perfil dos compradores, uma vez que eles alinham-se com as diretrizes de financiamento da dívida pública, sendo a substituição gradual de títulos remunerados pela Selic por títulos vinculados a índices de preço ou prefixados um ponto crucial. No que diz respeito às LFTs, indexadas à Selic, esses títulos são principalmente carregados pelas tesourarias dos bancos (carteira própria), bem como por fundos de investimento que querem ter a garantia de financiamento com taxa de juros repactuada diariamente, ou seja, no *overnight*. Para além, é de se notar que esses investidores estão concentrados principalmente em títulos com prazos mais curtos, os conhecidos *buy-and-sell*, visando o rendimento em bases diárias com a possibilidade de se desfazer do título rapidamente, ou seja, alta liquidez.

Já os indexados a índices de preços (NTNs-B) possuem investidores que se caracterizam por possuírem objetivos que vão além da necessidade de liquidez diária, casando

seus passivos ou objetivos de investimento com as características dos títulos. Nesse sentido, os investidores de NTN-B tendem, em sua maioria, a carregar o título por um tempo maior, são os conhecidos *buy-and-hold*. Por isso, destacam-se o mercado de previdência com gestão própria de sua carteira e investidores pessoas físicas via Tesouro Direto, sendo que investidores não residentes vêm aumentando a participação nesse mercado, contribuindo tanto para a liquidez quanto para a diversificação da base de investidores. Finalmente, os investidores de títulos prefixados (NTN-F e LTN) tendem a acompanhar a conjuntura econômica mais atentamente, uma vez que há uma maior sensibilidade de preços a variações nas taxa de juros: quanto mais longo o título, maior a sensibilidade. Os títulos mais longos costumam ser demandados para compor carteiras próprias de instituições financeiras e por investidores não residentes, sendo que há uma parcela considerável de pessoas físicas alocando capital nesses títulos. As LTNs mais curtas recebem maior demanda em momentos de aumento nas taxa de juros e, dado seu curto prazo e baixo risco, também são utilizadas para gestão de liquidez de instituições financeiras (CARVALHO; MORAIS, 2009). Vale lembrar, por fim, que esses dois últimos títulos (prefixados e indexados a níveis de preços) são considerados os ideais para compor a maior parte do estoque de dívida, observando os critérios de custo e risco, consoante Silva, Cabral e Baghdassarian (2009).

No mesmo sentido, o mercado brasileiro possui uma base de investidores robusta, tendo realizado medidas no sentido de ampliá-la e diversificá-la, “Dado o importante papel desse fator para mitigar riscos associados ao financiamento por meio da emissão de títulos, além de proporcionar maior estabilidade e liquidez ao mercado de títulos.” (SILVA; GARRIDO; CARVALHO, 2009, p. 296). A maior participação de títulos remunerados por índices de preços e prefixados, como será visto, é uma consequência da maior participação das entidades de previdência privada, estrangeiros, bem como de tesourarias nos leilões de títulos da dívida interna. A composição dos detentores finais da DPMFi em dezembro de 2014 pode ser vista no Gráfico 4 abaixo.

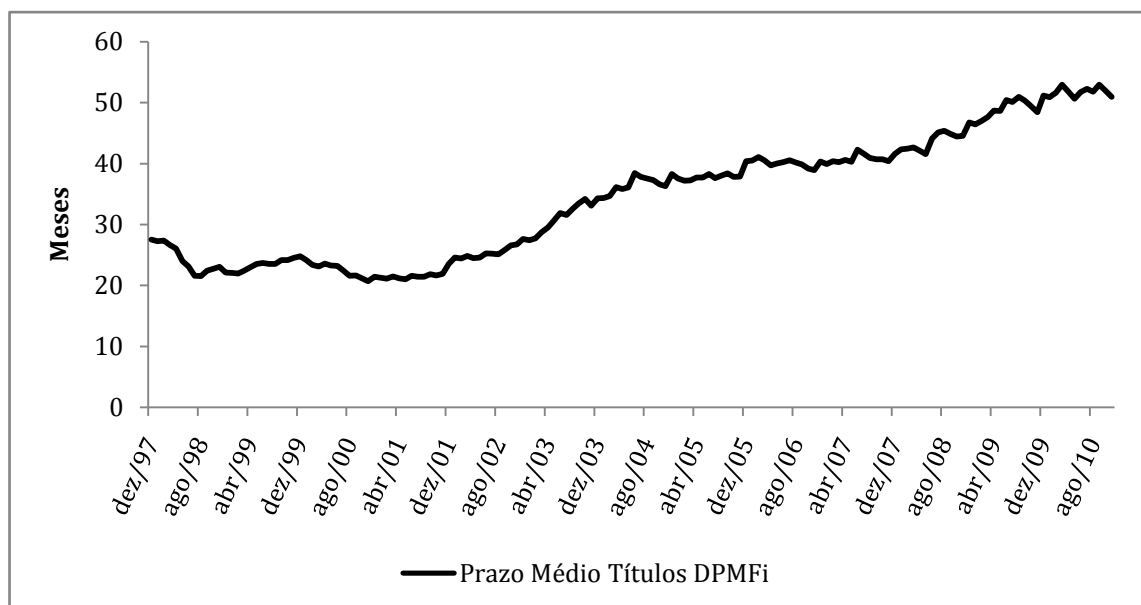
Gráfico 4 - Composição dos detentores finais da DPMFi, dezembro de 2014

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Relatório Mensal da Dívida (2014).

O que se pode inferir a partir do Gráfico 4 é que há uma participação majoritária, apesar da redução no século XXI, dos bancos na intermediação financeira, algo que se mostra como uma característica dos países emergentes em comparação aos desenvolvidos. Além disso, percebe-se que a participação de investidores institucionais (previdência, seguradoras, dentre outros) e não-residentes é de cerca de 40%. Uma vez que são investidores que tradicionalmente compram títulos de mais longo prazo e retratam base de investidores sólidas, apresentando características em linha com as diretrizes de gerenciamento da dívida pública, o TN vem, por meio de suas ações, incentivando a maior participação desse tipo de investidor na dívida pública. A Lei nº 11.312 é um exemplo: em 2006, nem 1% dos não-residentes compunham a parcela de detentores dos títulos da DPMFi, hoje mais de 18% o são.

Em consonância com os títulos que iniciaram a ser emitidos e a busca por maior participação deles, pode-se salientar a evolução dos prazos médios, meta da STN, passível de ser vista no Gráfico 5 abaixo. O que se pode perceber é que, apesar de oscilações, a tendência de longo prazo é de crescimento do prazo médio dos títulos da DPMFi, passando de uma média de 24,44 meses, em 2002, para 51,70, em 2014 (pouco mais do que o dobro em 12 anos).

Gráfico 5 - Prazo médio dos títulos da DPMFi, janeiro de 2002 a dezembro de 2014, mensal (meses)



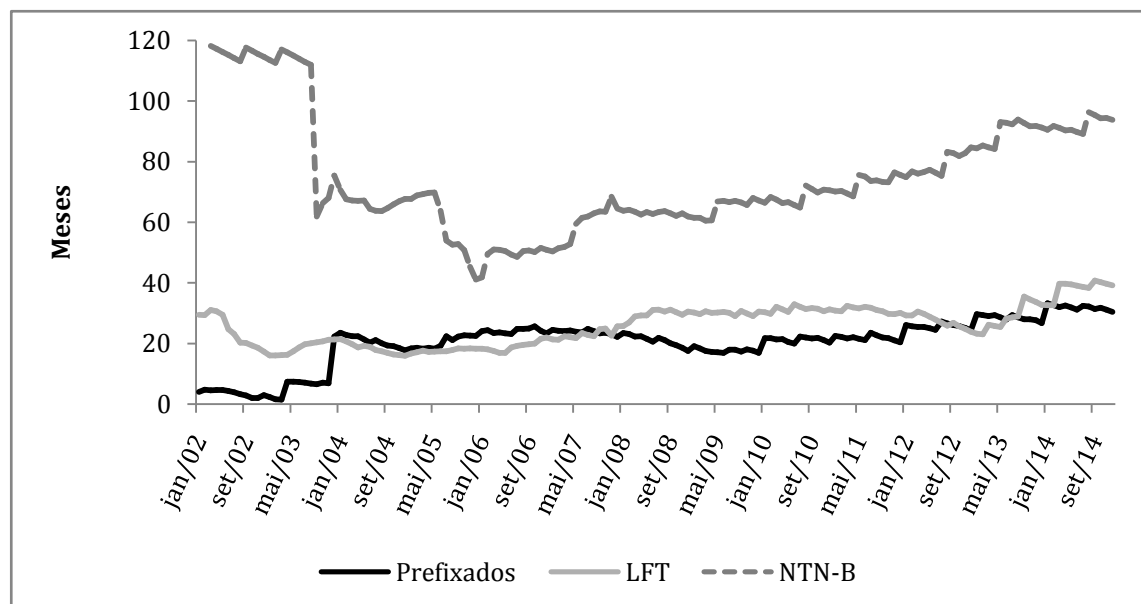
Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Séries Temporais do BCB (2015).

O programa de resgate antecipado que o Tesouro vem adotando com os títulos mais curtos das LTNs, com o objetivo de suavizar a maturação da dívida e atenuar a percepção de risco de refinanciamento, ajuda a entender essa trajetória. Da mesma forma que o alongamento na curva dos prefixados a partir das NTN-Fs, fazendo com que a curva de juros seja mais desenvolvida, com maiores concentrações e juros mais baixos. Não é à toa que o prazo médio dos títulos prefixados dá um salto em 2003 (ganhando aproximadamente 15 meses), quando da primeira emissão das NTN-Fs, como pode ser visto no Gráfico 6 abaixo, de janeiro de 2002 a dezembro de 2014. Em todo período, os prefixados ganham aproximadamente 25 meses. Ainda, o prazo das LFTs, apesar de reduzir-se nos primeiros meses, melhora seu prazo médio, passando de aproximadamente 29 meses para 39 meses.

Finalmente, as NTN-Bs, indexadas ao IPCA, a despeito da piora significativa no início da série (quando a parcela desse título não passava de 2% da dívida), apresentam avanço recente (período em que esses títulos passam de 30% de participação), constituindo-se, de qualquer forma, como os títulos mais longos da carteira do TN (juntamente com os NTN-Bs, que não são mais emitidos, mas ainda estão em mercado). No entanto, vale dizer que o alongamento da dívida ainda está sendo conquistado de forma bem lenta, pois o prazo médio aumentou apenas dez meses entre 2000 e 2007, por exemplo, sendo hoje pouco maior que quatro anos. Ainda, Mendonça e Silva (2008) ressaltam, via testes econométricos, que os

ganhos com o prazo médio ainda não trouxeram os avanços desejados, levando ao aumento da dívida/PIB.

Gráfico 6 - Prazo médio dos títulos prefixados, da LFT e da NTN-C, janeiro de 2002 a dezembro de 2014, mensal (meses)



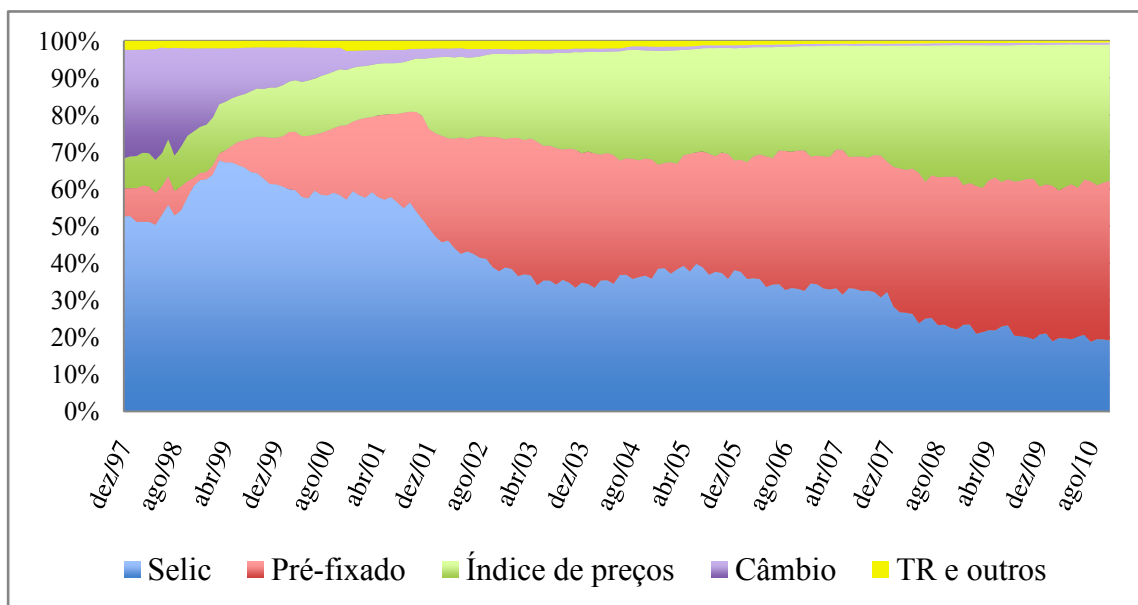
Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Séries Temporais do BCB (2015).

O avanço no prazo médio da DPMFi, como visto no Gráfico 6, só pôde ser possível por uma mudança na composição da dívida. De forma geral, há uma redução dos títulos atrelados à Selic e ao câmbio, substituindo-os por títulos indexados à índices de preços e prefixados. Os resultados nos últimos anos é possível de ser visto no Gráfico 7 abaixo, de janeiro de 2002 a dezembro de 2014. De redução, há de se citar os títulos atrelados à Selic, que se reduzem de cerca de 55% para 20%, e os indexados ao câmbio (*dólar*), que praticamente são eliminados da composição da DPMFi, caindo de quase 30% para menos de 1% (resultado da não emissão de títulos indexados ao câmbio, as NTN-Ds, desde maio de 2002; sendo que estes títulos possuem prazos bem curtos)¹⁰⁰. Com ambos, há uma redução da vulnerabilidade da dívida. No primeiro, o risco de refinanciamento (e, ainda, uma maior eficácia da dívida, via efeito riqueza, como será visto). No segundo, uma menor vulnerabilidade externa, sobretudo a variações cambiais, fazendo com que o impacto negativo na DLSP de 1% de desvalorização cambial, que no fim de 2003 era de 0,20%, a partir de

¹⁰⁰ Os títulos indexados ao câmbio foram relevantes até 2002, ano em que a taxa de câmbio alcançou o maior patamar no Brasil pós-Real, R\$ 3,89/US\$. A partir daí todos indicadores externos melhoraram muito, como já destacado.

2006 chegou a zero, negativando daí em diante. Como resultado, alguns indicadores de risco, como o DV01 (*Dollar Value of a Basis Point*), segundo Silva, Garrido e Carvalho (2009), são reduzidos.

Gráfico 7 - Composição da DPMFi, janeiro de 2002 a dezembro de 2014, mensal (%)



Fonte: Elaboração própria a partir de Séries Temporais do BCB (2015).

Por substituição, aumentam-se a parcela de títulos prefixados, que também está conectado ao desenvolvimento do mercado de derivativos, o que facilita o gerenciamento de risco pelos investidores, e dos títulos indexados à índices de preços (com foco nos remunerados pelo IPCA – NTN-Bs – *vis-à-vis* os atrelados ao IGP-M – NTN-Cs). O primeiro sai de aproximadamente 7% para 40% e o segundo de 8% para 35%. Tal evolução foi auxiliada pelo fato de, no fim de 2004, a expectativa de inflação e a inflação observada terem começado a convergir, sendo que, nas divergências, essas eram para menos (COUTINHO; BORGES, 2007). Assim, esses títulos, que são considerados os ideais para se ter na carteira da dívida, são os títulos com participações majoritárias nos dias atuais. Por sinal, o aumento da parcela de títulos indexados à inflação é uma tendência recente: no começo da série esses títulos eram emitidos por poucos países; agora o são por todos os países do G7¹⁰¹. Como justificativa para essa trajetória pode-se citar a demanda de investidores institucionais por

¹⁰¹ O Grupos dos 7 (G7) é um grupo internacional que reúne os Estados Unidos da América, Alemanha, Canadá, França, Itália, Japão e Reino Unido.

ativos que permitam proteção contra a inflação e a importância desses títulos para a composição ótima da dívida, como destacado por Alves e Silva (2009) e Silva, Cabral e Badhdassarian (2009). Em 2008, segundo Silva, Garrido e Carvalho (2009), o Brasil era o quinto maior mercado do mundo de instrumentos indexados à inflação, ultrapassando os 100 bilhões de dólares. Nesse sentido, tem-se buscado criar pontos de referência que criem curva de juros de longo prazo nesses indexadores, com as NTN-Bs mais longas vencendo em 2045. Consoante Giavazzi e Missale,

A indexação de preços, especialmente o novo programa de indexação ao IPCA, permite um hedge natural contra o impacto da inflação, tanto no superávit primário, quanto na razão dívida líquida sobre o PIB. Sob a perspectiva do gerenciamento de ativos e passivos do Tesouro Nacional, os títulos atrelados a índices de preços (NTN-C e NTN-B) não apenas casam com as receitas futuras, mas também com os riscos dos ativos atrelados à inflação do portfólio do governo. Como os títulos indexados à inflação têm um prazo maior, eles também auxiliam a reduzir o risco de refinanciamento do governo, representando um importante fator de estabilidade para a dinâmica da dívida pública. (2014, p. 19).

Em 2008, por outro lado, a política de administração da dívida optou por adotar uma postura mais conservadora em termos de composição da dívida, devido ao agravamento da crise do *subprime*, não adicionando volatilidade ao mercado. Como resultado, naquele ano a participação dos títulos prefixados reduziu-se quase 10%. Fica a constatação, com isso, da possibilidade de reversão dos resultados até aqui alcançados devido a conjunturas econômicas desfavoráveis, deixando dúvidas sobre a capacidade de manutenção dos avanços na composição da dívida no longo prazo. Por sinal, o mesmo episódio de conservadorismo, em que são impostas necessidades de recomprar títulos do mercado com o objetivo de preservar a liquidez destes e garantir a rolagem da dívida pública é frequente na história brasileira, como nas instabilidades externas em fins da década de 1990 e a desconfiança pré-eleitoral de 2002 (FERREIRA; ROBBOTTON; DUPITTA, 2004).

Em relação à liquidez, foi possível alcançar um aumento desta nos últimos anos, trazendo, por consequência, uma maior transparência aos preços, o que faz com que o investidor exija um prêmio menor para adquirir o título, reduzindo, assim, o custo de financiamento do emissor. Entre os emergentes, por exemplo, o Brasil é o que possui maior volume doméstico. No entanto, comparado com todos os países, nosso giro médio diário é de 2% do estoque total da dívida, enquanto dos EUA e do México é de 14% e 4%, respectivamente. Nesse sentido, o Brasil tem empenhado em melhorar o mercado secundário, que pode ser dividido em dois blocos de medidas: o primeiro busca dar condições diretas para o

aumento das negociações entre os participantes do mercado, enquanto o segundo permite maior transparência de informações (como a divulgação regular da estratégia de emissões de títulos públicos, possibilitando maior planejamento e menor incerteza).

Sobre isso, mesmo que anterior ao período analisado desta seção, vale destacar as vinte e uma medidas implementadas em 1999 pelo BCB e pela TN com reformulações das práticas, introdução de novos instrumentos e procedimentos, afim de dinamizar e desenvolver o mercado secundário¹⁰². Resumidamente, buscava-se conferir maior liquidez aos seus títulos, reduzir o número de vencimentos e alongar o prazo. Sobre isso, é importante levar em conta que é preciso, por um lado, favorecer a liquidez dos ativos de diversas maturidades, mas, por outro lado, inibir que esses mercados se tornem uma espécie de cassino em que o fetiche da liquidez prevalece em detrimento dos investimentos de longa maturação. É o papel ambíguo do sistema financeiro retratado por Paula (2011): ao mesmo tempo em que pode estimular o crescimento financeiramente estável, provendo liquidez e instrumentos adequados para a realização do *funding*, ele pode ser instrumento de especulação, com efeitos deletérios para o crescimento do produto e do emprego. De modo geral, pode-se desenhar uma tabela resumindo as principais medidas adotadas no sentido de avançar no mercado de títulos brasileiro, muitas delas já elencadas até aqui, encontradas no Quadro 3 abaixo.

As três primeiras medidas podem ser classificadas como básicas (primeiro grupo de medidas) para o desenvolvimento de um mercado de títulos público, tornando o mercado primário e secundário mais eficiente, uma vez que regras claras e de fácil compreensão de conhecimento generalizado, baseadas em modelos gerados pelo próprio mercado tendem a atrair maior número de participantes, ampliando, assim, a base de investidores e possibilitando um maior número de negociações de títulos. Contribui-se, dessa forma, para um mercado primário mais competitivo e um mercado secundário mais líquido que, em última instância, reduzem o custo da dívida pública. A padronização dos instrumentos, por exemplo, tem se mostrado importante no processo de redução da fragmentação da dívida e de construção de pontos de referências mais líquidos em diversos setores da curva de juros.

¹⁰² Para saber mais sobre as 21 medidas em detalhes, ver Pereira, Pedras e Gragnani (2009, p. 433). Ainda, o mesmo texto, assim como Studart (1993), podem ser usados para saber mais sobre a importância do mercado secundário.

Quadro 3 - Medidas voltadas à melhoria do mercado de títulos brasileiro e seus respectivos impactos

Medida/Impacto	Precificação e instrumentos	Organização do mercado financeiro	Mercado primário	Base de investidores	Mercado secundário
Padronização de instrumentos	X		X	X	X
Regras claras para a precificação	X		X	X	X
Financiamento por meio de leilões não coercitivos e com regras de mercado			X	X	X
Sistemas eficientes de custódia e liquidação		X	X	X	X
Sistemas de negociação eletrônica		X	X	X	X
Sistema de <i>dealers</i> adequado		X	X	X	X
Definição clara do órgão responsável pelas emissões de títulos		X	X	X	X
Divulgação regular de planos para emissões e dados de mercado			X	X	X
Criação de títulos <i>benchmark</i>			X	X	X
Incentivos à participação de investidores institucionais, não residentes e de varejo			X	X	X
Incentivos ao mercado de derivativos			X	X	X

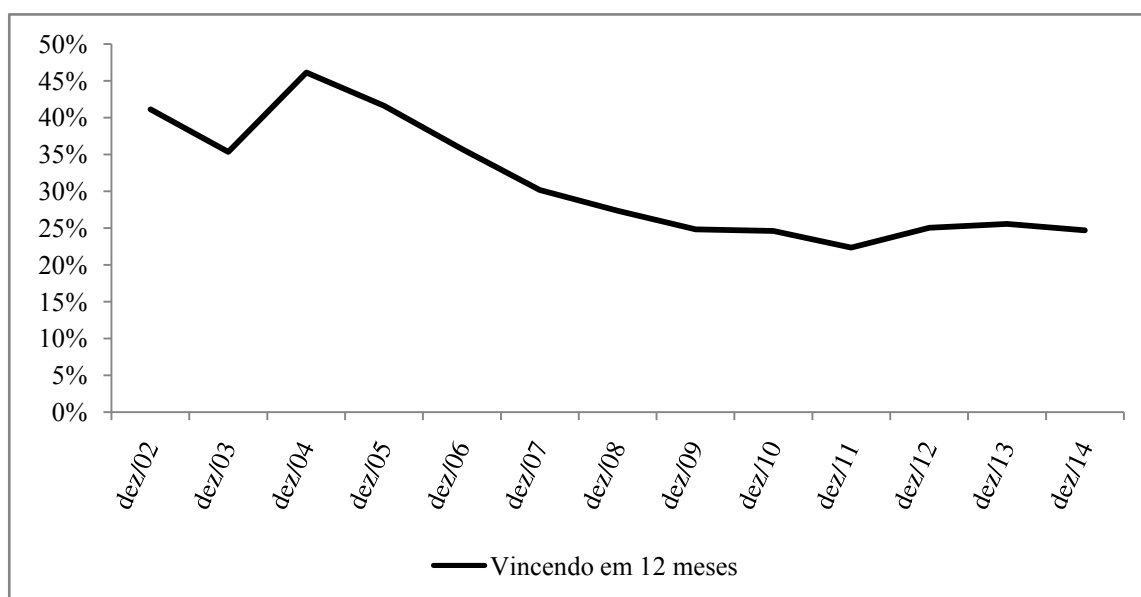
Fonte: Elaborado pelo autor baseado em Silva, Garrido e Carvalho (2009).

O segundo grupo de medidas, os três seguintes, possui também a capacidade de construir os mesmos efeitos, somando-se ao fato de contribuir na infraestrutura do mercado de títulos como um todo a partir de sistemas modernos e seguros para custódia e liquidação da transação dos títulos. Finalmente, um terceiro grupo, com as quatro medidas seguintes, pode ser concebido. Esses também têm efeito no mercado primário, secundário e na base de investidores. Em consonância com as práticas internacionais, é relevante se definir formalmente os órgãos autorizados a emitir títulos públicos, assim como divulgar planos de emissão, dados de mercado e calendários de leilões, fortalecendo a transparência e a previsibilidade da gestão da dívida. Sem isso, há produção de incerteza que, logo, se traduzem em maiores custos de financiamento para o governo. No Brasil, há uma clara atribuição ao TN para a emissão primária de títulos, estabelecida pela LRF, ampla difusão de relatórios que

projetam metas (via PAF e Calendários Mensais de Emissão) e divulgação regular de estatísticas e análises sobre a gestão da dívida (Relatório Anual da Dívida e Relatórios Mensais da Dívida). Enfim, resta tratar acerca do mercado de derivativos. Este é bastante líquido, tendo emissão de títulos prefixados com data de vencimento idêntica à dos contratos mais líquidos negociados na Bolsa de Mercadorias e Futuro-Bolsa de Valores de São Paulo (BM&F-Bovespa), medida que contribuiu para o aumento da liquidez.

Por fim, pode-se retratar a evolução do percentual de títulos vencidos em 12 meses. Em dezembro de 2002, cerca de 40% dos títulos venceriam em 12 meses, enquanto em dezembro de 2014, aproximadamente 25%. Essa queda significou aumento na parcela de títulos com vencimentos mais longos, sobretudo os acima de 15 anos, que passaram de cerca de 15% para 27% entre dezembro de 2007 e dezembro de 2014. Esse resultado auxilia na redução do risco de refinanciamento, demonstrando o avanço no prazo dos títulos, mas ainda é parcela além da desejável para vencimentos em 12 meses e o seu avanço é lento.

Gráfico 8 - Percentual de dívida vencida em 12 meses, dezembro de 2002 a dezembro de 2014, mensal (%)

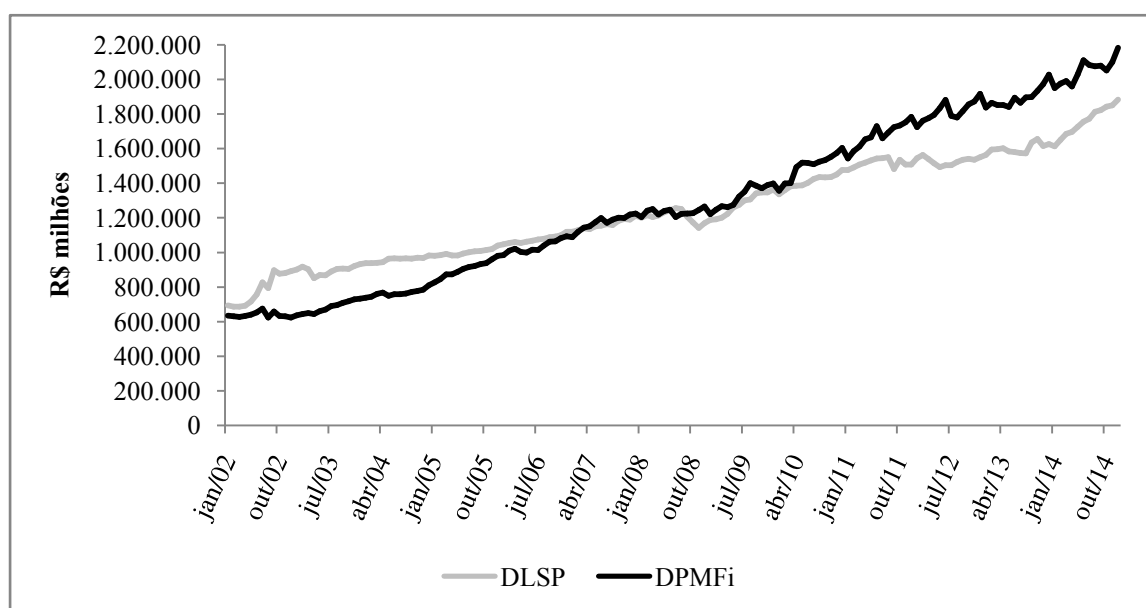


Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Relatórios Mensais da Dívida (2002-2014).

No entanto, ‘nem tudo são flores’. Pelo contrário, quando se trata da dívida pública brasileira, o retrato é bem mais complexo. Apesar dos importantes avanços desempenhados pela STN, que devem ser enaltecidos, a DLSP total e a DPMFi avançaram em passos lentos, permanecendo a estrutura de curto prazo e, mais importante, continuaram crescendo em todo

o período a taxas elevadas, como pode ser visto no Gráfico 9 abaixo. Aquela, por exemplo, cresceu 171%, enquanto esta se elevou 244%, entre janeiro de 2002 e dezembro de 2014, sendo que no início de 2007 a DPMFi chegou a ultrapassar a DLSP total, efeito principalmente do fato da DLSPe ser negativa em valores crescentes a partir de 2006 (o que, no entanto, não fez a DLSP total cair). Nesse sentido, apesar das receitas públicas no período serem crescentes, estas são inferiores às despesas, sendo que, em relação às despesas, as de natureza financeira detiveram expansão superior às não financeiras. Em suma, há uma réplica do período 1995-1999: “[...] receitas e despesas em constante crescimento e, nestas, despesas financeiras expandindo-se em ritmo superior às despesas não financeiras.” (TERRA, 2011, p. 115). Ademais, os avanços alcançados se deram num ritmo bem lento e com inúmeras dificuldades, fazendo com que nossos indicadores ainda estejam bem aquém dos países desenvolvidos.

Gráfico 9 - Dívida Líquida do Setor Público e Dívida Pública Mobiliária Federal, janeiro de 2002 a dezembro de 2014, mensal (R\$ milhões)

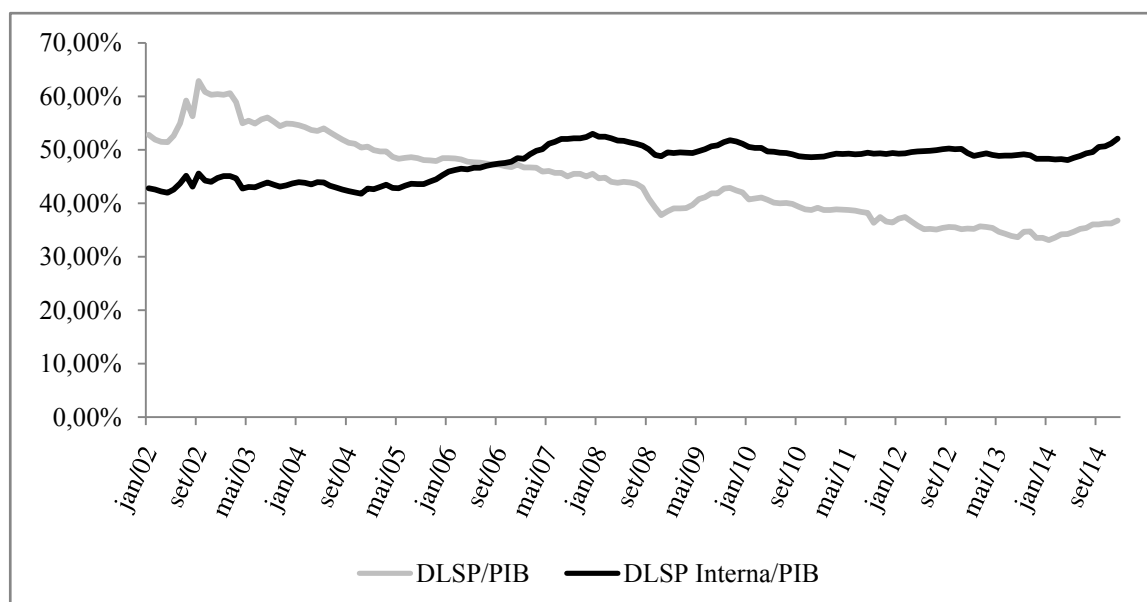


Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Séries Temporais do BCB (2015).

Outra perspectiva que pode ser visualizada sobre essa tendência é relacionar as dívidas com o PIB. Como pode ser visto no Gráfico 10, há uma trajetória de crescimento da DLSPi/PIB no período, passando de cerca de 42% para 52% entre 2002 e 2014. Apesar da redução (queda de aproximadamente 14 pontos percentuais – p.p.) da DLSP/PIB, esta se dá, além do sinal negativo crescente da DLSPe a partir de 2006, exclusivamente pelo aumento do

denominador, uma vez que a DLSP total cresce em todos os anos selecionados, exceto em 2008, com uma pequena redução de 2% (seu crescimento total, como visto, é de 171%).

Gráfico 10 - Dívida Líquida do Setor Público total e interna sobre o Produto Interno Bruto, janeiro de 2002 a dezembro de 2014, mensal (%)



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Séries Temporais do BCB (2015).

Esse resultado se deu inclusive com o aumento da carga tributária bruta brasileira em relação ao PIB (que, vale dizer, é crescente no período e em sua maioria a partir de impostos indiretos), que passou de 32,35% para 35,95% entre 2002 e 2013, segundo Ipeadata (2015), Gobetti e Orair (2010), e Santos, Ribeiro e Gobetti (2008). Uma vez que as despesas não financeiras em muito se assemelham àquelas da década passada, com maior gasto destinado a transferência aos entes subnacionais, em seguida o funcionalismo e seus encargos, restando ao investimento público parcela bem pequena das despesas não financeiras (cerca de 5%)¹⁰³, só as despesas financeiras podem explicar os déficits nominais recorrentes¹⁰⁴. Nesse sentido, confirma-se a ideia de que há uma poupança de recursos públicos para o custeio das despesas

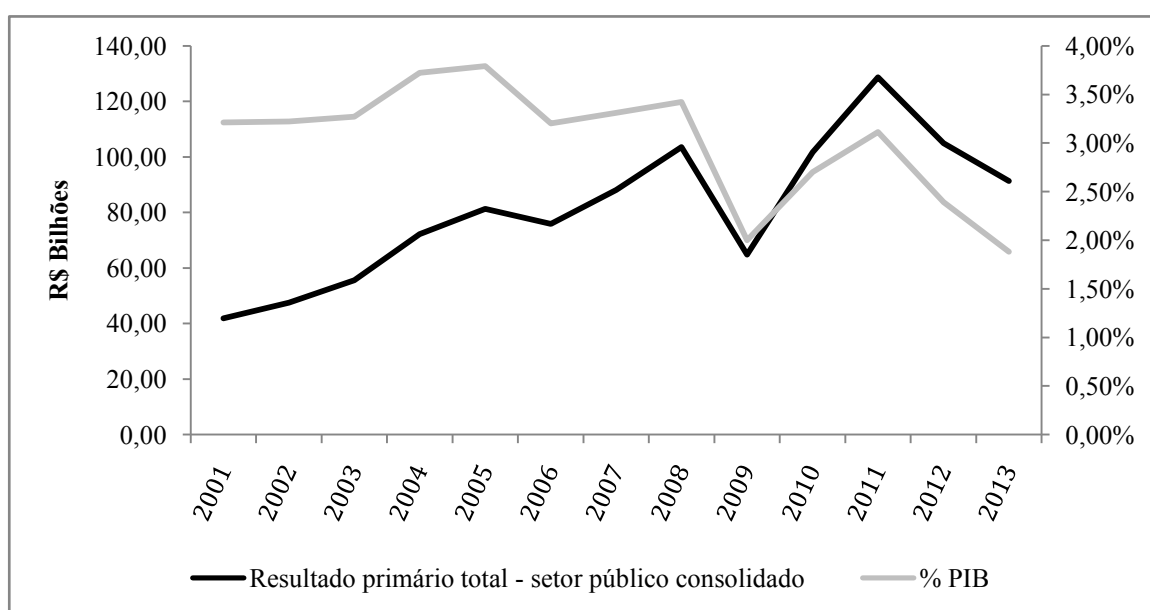
¹⁰³ A partir de 2007, apenas, os investimentos por parte do governo central ganham contornos diferentes. Afinal, implementa-se o Projeto Piloto de Investimentos (PPI), que buscava a maior eficiência dos investimentos. Em seguida, dá-se o lançamento do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), política pública complementar ao PPI. Finalmente, em 2008 cria-se o Fundo Soberano do Brasil (FSB), cuja finalidade era promover investimentos em ativos no Brasil e no exterior. Como resultado, o investimento público nas despesas financeiras aumenta na casa de 1 p.p. e a FBCF, total e do setor público, em relação ao PIB, idem (em valores reduzidos: na faixa de 2 p.p. ambas, mas em período de crescimento do PB, importante lembrar). Em termos monetários, entre 2000 e 2006 gasta-se 13 bilhões em média de investimentos públicos. Entre 2007 e 2009: aproximadamente 39 bilhões, segundo Terra (2011).

¹⁰⁴ Apesar de não ser objeto do presente trabalho, vale dizer que os gastos nos estados e municípios também permaneceram, em sua essência, os mesmos.

financeiras do setor público, mas estas não foram suficientes nem para custear os juros nominais.

Por sinal, entre 2001 e 2013, há superávit primário em todos os anos, como pode ser visto no Gráfico 11 abaixo, apesar de queda significativa em 2009 decorrente da crise financeira. Em média, 3,06% do PIB foi poupado no período após somadas as despesas e as receitas primárias.

Gráfico 11 - Resultado primário do setor público consolidado, total e em relação ao PIB, de 2001 a 2013, anual (R\$ bilhões / %)



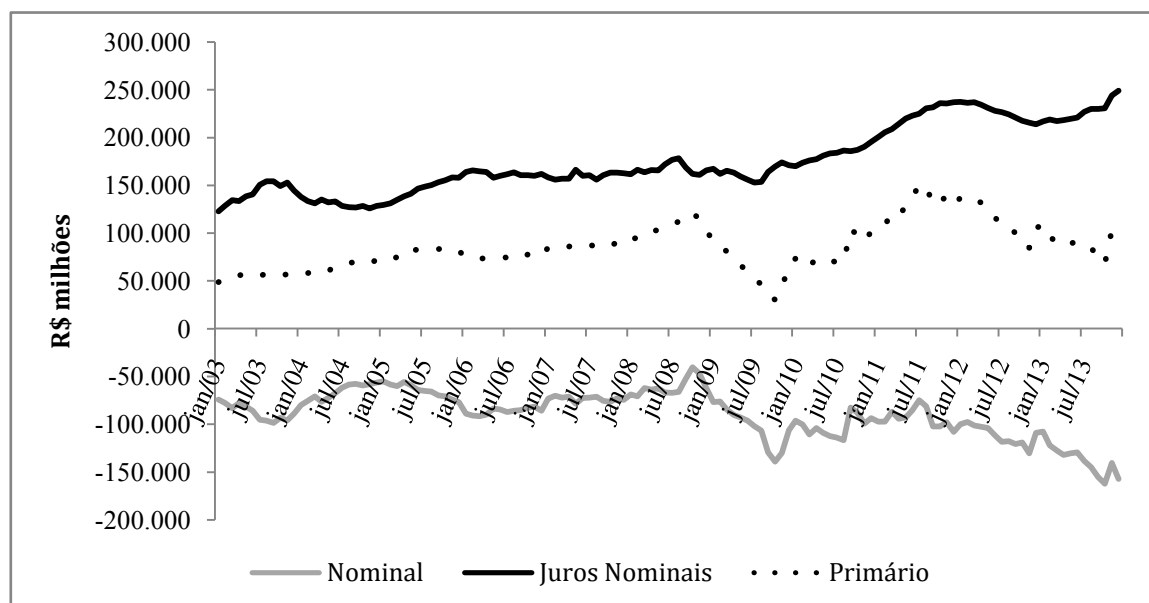
Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Séries Temporais do BCB (2015).

Alguns fatores ajudam a explicar a realização desses resultados não financeiros superavitários no setor público. Primeiramente, pode-se citar o acordo com o FMI, em fins de 1998, quando o superávit não financeiro passou a ser uma meta, sempre alcançada, para o setor público. Para endossar essa meta, adiciona-se a LRF, promulgada em 2000, que definiu um novo marco regulatório para as finanças do setor público. Finalmente, a própria elevação da carga tributária bruta contribuiu para esses resultados.

Nesse sentido, muito embora o setor público tenha conseguido custear seus crescentes gastos não financeiros, a partir de superávits primários, alguma parcela dos gastos não financeiros não foi financiada, causando déficit nominal e deixando o setor público em posições financeiras frágeis. E essa parcela deve-se especialmente ao pagamento de juros nominais, sendo seu principal determinante a taxa de juros básica, a Selic. Como pode ser

visto no Gráfico 12, há resultado primário positivo em todos os anos, acompanhado de déficit nominal em todo período. Ambos com tendências crescentes (para cima e para baixo, respectivamente), o que é explicado sobretudo pelo pagamento dos juros nominais crescentes. Entre janeiro de 2003 e dezembro de 2014¹⁰⁵, por exemplo, há um crescimento de 102% dos juros nominais (passando de R\$ 122 bilhões para R\$ 248 bilhões, sendo que em 2000 era de apenas R\$ 47,5 bilhões), fazendo com que o crescimento de quase 90% do resultado primário seja anulado, causando elevação de cerca de 110% no déficit nominal no período. Em média a NFSP situou-se em 2,3% do PIB no período analisado, o que, por sua vez, impõe a necessidade de novas emissões de dívidas para fins fiscais, constituindo um ciclo vicioso. Nesse sentido, embora se tenha melhorado o perfil da DPMFi, esta nova composição não implicou em redução dos custos com a dívida, uma vez que os juros nominais cresceram em todo o período e cerca de 90% deste valor é despendido pelo governo central.

Gráfico 12 - Necessidade de Financiamento do Setor Público nominal e primário, e juros nominais, de janeiro de 2003 a dezembro de 2014, mensal (R\$ milhões)



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Séries Temporais do BCB (2015).

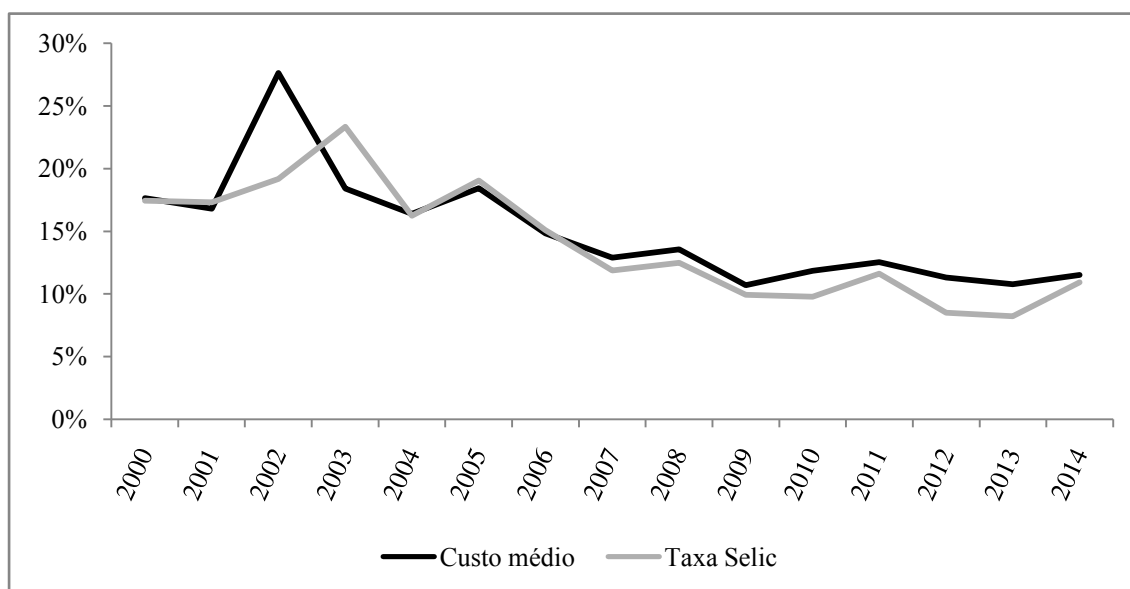
Como visto na seção anterior, entre 1995 e 1999 havia a necessidade de se manter um patamar cambial e isso, por consequência, trouxe taxas de juros muito altas: uma média de 34,15% a.a. A partir de 1999, com a instituição do RMI, a taxa de juros básica não precisava

¹⁰⁵ Só há dados acumulados em 12 meses a partir do final de 2002. Assim, decidiu-se por iniciar a série em janeiro de 2003.

mais a isto responder. Como consequência à maior liberdade da taxa de juros, houve uma redução do seu patamar, mas ainda em valores muito altos (maiores do mundo): média de 14,05% a.a. entre 2000 e 2014. Isto, pois em modelo de RMI, a determinante da taxa de juros é a inflação, fazendo com que haja uma endogenia entre as variáveis, que pode ser vista na trajetória brasileira. Segundo Terra,

[...] a inflação define o nível a ser estipulado para a taxa de juros e, definido tal nível, a inflação por ela será condicionada. Porém, ao passo em que os juros respondem apenas ao movimento da inflação, buscando controlá-la, esta responde a conjunto amplo de variáveis. (2011, p. 126).

Gráfico 13 - Custo médio da Dívida Pública Mobiliária Federal interna e taxa Selic anualizada, de 2000 a 2014, mensal (%)



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Resultados do TN (2000 a 2004) e Relatórios Mensais da Dívida (2000-2014) para o custo médio e Ipeadata (2015) para a taxa Selic.

Nesse sentido, há um aumento do pagamento de juros nominais inclusive em períodos de redução da taxa de juros básica média, somado a melhor composição e maior prazo. Qual o motivo disso? A resposta pode ser encontrada tanto no custo médio da DPMFi, quanto no nível de emissão desta. Em relação ao custo médio, este no pós-RMI pode ser visto no Gráfico 13 acima, juntamente com a taxa Selic anualizada. É nítida a relação entre as duas variáveis e, nesse sentido, uma vez que a taxa de juros básica reduziu-se em comparação à década de 1990, o custo médio da dívida seguiu a mesma trajetória. Ou seja, há uma elevada

correlação entre o custo médio da DPMFi e a taxa básica de juros (SILVA; MEDEIROS, 2009).

No entanto, devido ao fato do Brasil ainda possuir uma taxa de juros básica elevadíssima, com resistência à queda, o ônus às contas públicas a partir da DPMFi também o é. Acompanhando a taxa Selic, o custo médio da dívida entre 2000 e 2014 foi de 15% a.a., valor muito acima da média internacional, mas menor do que a década de 1990. Resta ao volume transacionado no mercado primário e secundário explicar de vez essa situação. A partir do exposto até aqui, fica claro o motivo do perfil da dívida ter melhorado (prazo médio maior, custo médio menor, composição melhor, dentre outros), mas o tamanho da DPMFi e do pagamento de juros nominais, não. Com a Tabela 10 é possível perceber que o volume transacionado nos mercados primário e secundário, em colocações e resgates, é muito grande, crescendo em média 56% a.a. de 2000 a 2014. Chega-se, a partir de 2014, a ultrapassar o patamar de R\$ 30 trilhões tanto em colocações quanto resgates.

Tabela 10 - Impactos monetários das operações primárias e secundárias com títulos federais, de 2000 a 2014, anual, (saldo em R\$ milhões)

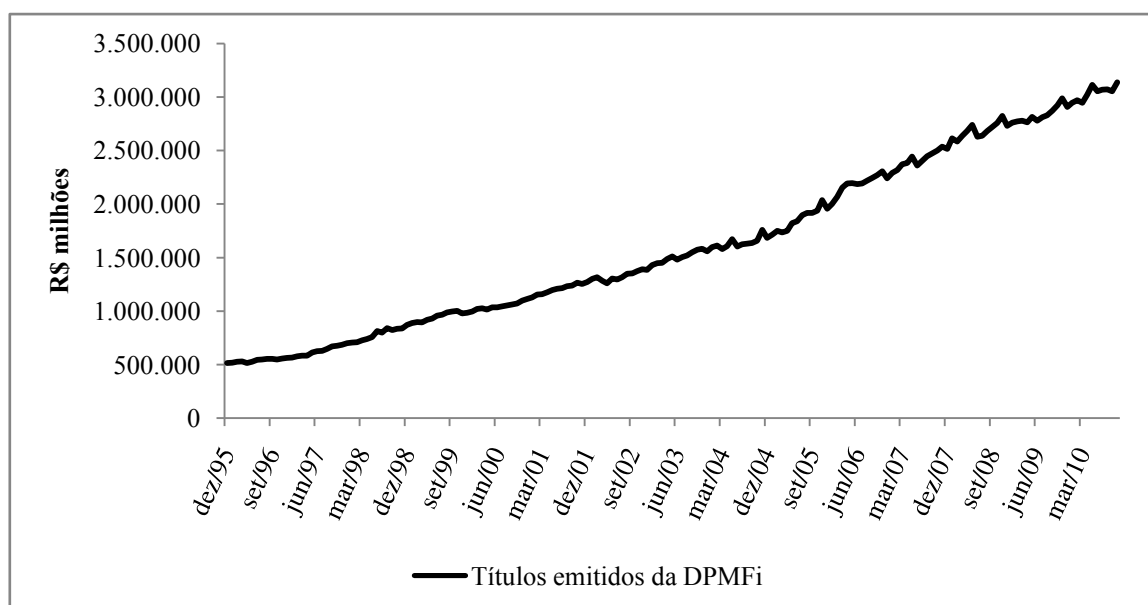
Ano	2000	2001	2002	2003	2004
Colocações	546.456	1.318.310	5.993.704	3.623.942	2.863.966
Resgates	568.312	1.360.291	6.085.372	3.636.149	2.922.671
Ano	2005	2006	2007	2008	2009
Colocações	2.171.417	3.252.518	4.823.903	12.382.518	25.145.513
Resgates	2.167.642	3.247.705	4.745.113	12.412.670	25.152.166
Ano	2010	2011	2012	2013	2014
Colocações	19.025.507	16.859.732	16.553.075	33.238.046	39.955.813
Resgates	19.179.439	16.919.162	16.541.159	33.421.205	39.878.922

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Séries Temporais do BCB (2015)

Varição Média anual	
Colocações	56,84%
Resgates	56,32%

Ademais, o número de títulos emitidos por mês da DPMFi é crescente desde 2000, como pode ser visto no Gráfico 14. Inicia-se com a emissão de aproximadamente R\$ 500 bilhões por mês em janeiro de 2000 para mais de R\$ 3 trilhões em dezembro de 2014 (um crescimento de 540% no período). Nesse sentido, uma menor taxa de juros e um melhor perfil da dívida pública foram compensados desfavoravelmente por um estoque ampliado de fluxos de dívida mobiliária, forçando gastos com juros que se mantiveram resistentes à queda. Assim sendo, “A causa desta situação remonta àquilo a que serviu a utilização de títulos públicos: o exercício de política monetária.” (TERRA, 2011, p. 134), sendo a taxa de juros o principal instrumento de sua utilização.

Gráfico 14 - Títulos emitidos da Dívida Pública Mobiliária Federal interna, janeiro de 2000 a dezembro de 2014, mensal (R\$ milhões)

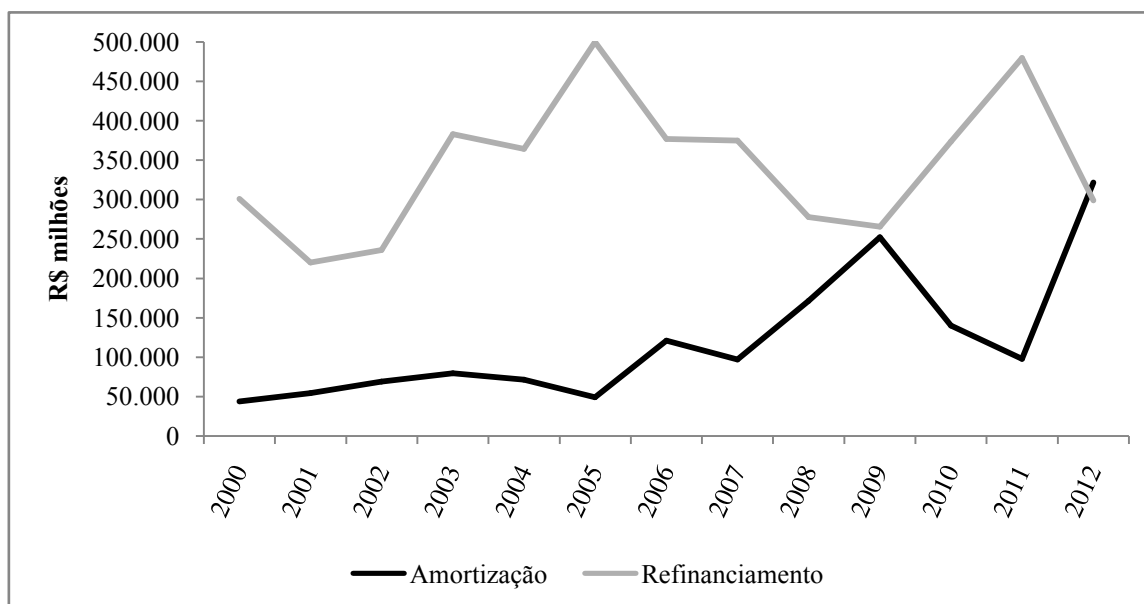


Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Séries Temporais do BCB (2015).

Soma-se a isso o fato das amortizações e os refinanciamentos da DPF entrarem na conta de pressões sobre as finanças públicas. Entre 2000 e 2012, a média é de R\$ 120 bilhões, com o pico de mais de R\$ 300 bilhões em 2012, sendo aproximadamente 90% disso responsabilidade do governo central. Fica claro que desde 2000 há uma ampliação das amortizações, bem como dos refinanciamentos. No entanto, mesmo diante de crescentes amortizações, a DLSP e a DPMFi no Brasil não declinaram, como visto no Gráfico 9 da página 139. Isso se dá em função do volume de lançamento de dívida nova ter sido superior àquilo que se amortizou. Ainda, acrescenta-se os refinanciamentos que em alguns períodos foi

menor devido ao aumento das amortizações. Uma vez que a dívida não reduziu, pode-se crer que houve criação de dívida nova em maior volume, implicando maiores gastos financeiros ao governo central. Com isso, os déficits públicos tornam-se ainda maiores. Esses valores podem ser vistos no Gráfico 15.

Gráfico 15 - Amortização e refinanciamento da Dívida Pública Federal, janeiro de 2000 a dezembro de 2012, anual (R\$ milhões)



Fonte: Elaborado pelo autor a partir das Consolidações das Contas Públicas da STN (2000-2009) e dos Balanços do Setor Público Nacional da STN (2010-2013).

Nota: No ano de 2013 a amortização e o refinanciamento não são mostrados separados, mas, em conjunto, somaram R\$ 576.738 bilhões à união.

Assim, a política fiscal não explica a elevação da dívida líquida do setor público, uma vez que o TN contribuiu em todos os anos para a contração da liquidez, auxiliando, assim, a política monetária. Mas, pelo contrário, é exatamente a política fiscal que não deixou a DLSP ser ainda maior. Como pode ser visto na Tabela 11, o TN reduziu a base monetária em todos os anos, representando, notadamente, o maior constritor em quase todo o período (exceto 2007 e 2014), corroborando a ideia de austeridade fiscal e refutando a noção de que nossas taxas de juros são altas porque se gasta muito. Na realidade, a relação é inversa: gasta-se muito, pois temos taxas de juros muito altas com dívida interna crescente. Por sinal, nas próprias atas do COPOM (vários anos) é possível inferir que os gastos primários não foram apontados como influentes sobre os elevados juros básicos brasileiro.

Tabela 11 - Fatores condicionantes da base monetária, 2003 a 2014, anual (R\$ milhões)

Ano	TN	Operações com títulos públicos federais	Operações do setor externo
2003	-1.064,5	11.180,8	643,2
2004	-48.292,5	57.838,5	14.556,0
2005	-43.007,7	2.808,5	52.394,9
2006	-59.510,7	-686,6	74.368,9
2007	-55.600,9	-73.974,5	155.390,6
2008	-74.312,4	34.058,6	-12.124,2
2009	-52.311,5	11.280,6	62.936,7
2010	-51.203,7	249.513,5	75.552,6
2011	-125.632,9	70.196,2	85.156,2
2012	-121.649,0	5.653,2	25.897,0
2013	-127.554,8	198.330,2	-22.428,6
2014	-668,5	-51.014,2	16.274,8

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Ipeadata (2015).

Em suma, mais uma vez o *modus operandi* da política monetária ajuda a entender o crescimento da DPMFi e da DLSP, a despeito de significativa melhora no seu perfil a partir de 2003. É possível inferir, diante do exposto, que a taxa de juros da política monetária manteve-se resistente à queda e implicou em ônus às contas públicas, pois o BCB pretendeu controlar a inflação, apesar do amplo leque de fatores a impactá-la¹⁰⁶, via taxa de juros, “[...] que possui um canal indireto, temporalmente defasado e custoso de efeito sobre a inflação.” (TERRA, 2011, p. 128).

Nesse sentido, o uso exaustivo, praticamente exclusivo e de modo *hors-concours* da taxa de juros como instrumento de política monetária no Brasil não poderia trazer outras consequências se não a manutenção da taxa de juros em patamares muito elevados e a elevação da DLSP e da DPMFi nos patamares que saltam aos olhos, como visto. Afinal, se de muitos fatores que influenciam a inflação apenas um for controlado para o alcance da meta, ele será fraco para compensar todos os outros e, dessa forma, terá que se elevar mais do que o necessário a fim de reduzir a inflação aos níveis desejados. Este quadro macroeconômico

¹⁰⁶ Possíveis pressões inflacionárias podem ser elencadas: preço à vista e futuro do petróleo e demais *commodities* agrícolas e minerais; ambiente externo; preços administrados; indexação de preços e contratos; expectativas do mercado sobre os níveis futuros de inflação; e impactos secundários decorrentes do desalinhamento de preços causado pelos choques inflacionários.

confere, assim, uma alta sensibilidade dos juros em relação à inflação, bem como um alto custo de oportunidade ao investimento produtivo (gerador de emprego, renda e riqueza nova) vis-à-vis o financeiro de curto prazo. Ainda, outro problema é a possibilidade de especulação em nível internacional, ou seja, a partir da arbitragem (ou *carry-trade*), causando fluxo de capitais alto e dependente à fatores externos e ciclos de liquidez internacionais, o que gera maior vulnerabilidade externa e alta volatilidade econômica. Fica claro, por fim, que os altos superávits primários alcançados pelo País servem quase que exclusivamente para pagar o serviço da dívida, fazendo com que haja uma austeridade fiscal para tanto, o que, por consequência, reduz os recursos para investimentos sociais (como saúde, educação, segurança, distribuição de renda, etc.) e produtivos. De certa forma, é uma transferência de recursos da população para o setor financeiro.

De 2000 a 2009, Terra (2011) destaca que ao longo de 104 Atas das reuniões realizadas pelo COPOM, em apenas cinco são citados instrumentos alternativos à taxa Selic, qual seja, a administração de reservas compulsórias. A partir de 2010, no entanto, este quadro tem sido aos poucos alterado. O tripé econômico, ainda que mantido, começou a dar sinais de flexibilização. Especificamente, trata-se das medidas macroprudenciais, auxiliadoras das políticas macroeconômicas, em especial da monetária, dando ‘força’ à taxa de juros¹⁰⁷. Como efeito, em outubro de 2010, o COPOM estipulava o menor patamar da taxa Selic na história do País, 7,25% a.a. No entanto, essas medidas não foram capazes de manter-se no longo prazo, e a taxa de juros, a partir de abril de 2013, já começou uma trajetória ascendente, não sustentando a meta de redução estipulada pelo Governo Federal e pelo BCB. Muitos são os motivos que explicam essa inércia e rigidez para baixo (tal qual o já citado *modus operandi* política monetária), que serão brevemente retratados na próxima seção, mas o que se quer enfatizar é um problema de caráter estrutural no mercado de dívida pública brasileiro. Em particular, no mercado Selic, algo único na experiência mundial. A utilização pelo BCB da mesma taxa (a Selic) e dos mesmos títulos (no mercado Selic), para a condução de sua política monetária, que as taxas e títulos do TN, em sua condução fiscal, cria uma armadilha no desenvolvimento não só deste mercado, mas nas políticas macroeconômicas em geral, travando o crescimento da economia brasileira.

Em suma, a história da dívida pública no Brasil mostra um processo permeado de avanços e retrocessos ao longo do tempo. A composição da dívida tem mostrado sensíveis variações, refletindo principalmente as diversas conjunturas econômicas enfrentadas pelo

¹⁰⁷ Para saber mais sobre a política macroprudencial, ver Goudard e Terra (2015).

País. Após o Plano Real, condições para uma melhor estrutura foram criadas, mas apenas a partir de 2003 pode-se ver uma evolução para um perfil mais adequado. Atualmente, o Brasil conta com uma estrutura mais eficiente em termos de composição e prazo da dívida interna, permitindo uma tranquilidade maior em sua administração, assim como uma melhor contribuição ao desenvolvimento do mercado de capitais domésticos. No entanto, estamos longe do padrão internacional e é perceptível que há uma grande dificuldade do governo em alongar o prazo da dívida e ampliar a participação dos instrumentos prefixados *vis-à-vis* os indexados pela taxa Selic, apesar da evolução desses dois indicadores nos últimos anos. Ademais, mesmo com essas evoluções, os custos financeiros do País só aumentam, e existem motivos para além da condução no RMI. Nas palavras de Pedras,

Parece ser consenso entre os analistas que a razão deste fato está na cultura da indexação diária, consequência do histórico de inflação elevada e da convivência com a indexação. A quebra desse paradigma é essencial para que a estrutura da dívida pública doméstica no Brasil possa assemelhar-se àquela encontrada nos países desenvolvidos. (2009, p. 69).

E continua,

O grande desafio para os próximos anos, para além da manutenção de superávits fiscais que garantam a redução da dívida, consiste exatamente em lograr êxito em relação à composição da dívida interna, de forma que seja alcançada uma melhora na percepção dos investidores, contribuindo para a consolidação do movimento de redução da taxa de juros. Tal mudança estrutural impulsionaria um círculo virtuoso e faria com que a dívida pública fosse vista como uma fonte eficiente de canalização de recursos para investimentos públicos e referência para emissões de títulos privados. (PEDRAS, 2009, p. 69).

Nesse sentido, os objetivos da próxima seção, que de certo modo condensa o trabalho realizado até aqui, sobretudo à luz das perspectivas institucionalista e keynesiana, podem ser assim divididos:

a) lembrar como se deu historicamente a criação deste imbróglio no Brasil, sobretudo em relação ao mercado Selic, entendendo o que é este mercado e o porquê dele não se resumir a uma taxa de juros, apreendendo a relevância de sua institucionalidade;

b) compreender que o Plano Real trouxe estabilidade monetária, mas em nada mudou a estrutura do mercado de dívida nacional, caracterizando-se como uma estabilidade inacabada, abstraindo-se os motivos dessa ‘não-mudança’; e;

c) perceber as consequências desse mercado sobre a tomada de decisão dos agentes em suas composições de ativos, a DPMFi, a taxa de juros, as políticas macroeconômicas (fiscal e monetária, especialmente), o financiamento do investimento e o desenvolvimento econômico brasileiro.

4.3 MERCADO SELIC: O PASSADO QUE PESA E SUAS IMPLICAÇÕES SOBRE A ECONOMIA BRASILEIRA

Em 1964, se dá a efetiva criação de um mercado de dívida pública, apoiado especialmente pelas ORTNs, as quais institucionalizaram a correção monetária na economia. Iniciava-se, naquele ano, a importância de estruturas institucionais para que o mercado de títulos da dívida pública funcionasse bem como a regra de indexar a economia que, gradualmente, tornou-se um hábito. No mesmo ano, outorgava-se ao BCB a atribuição de efetuar, como instrumento de política monetária, operações de compra e venda de títulos públicos federais – em outras palavras, operações de mercado aberto. Como resultado desse arranjo institucional, a evolução do mercado aberto no Brasil já começava a se confundir com a evolução do mercado de títulos públicos federais. Para somar, em 1967 a administração da dívida pública passou da Caixa de Amortização do Ministério da Fazenda, que foi extinta, para a Gerência da Dívida Pública (GEDIP), um departamento do BCB. Em 1969, a Constituição autorizou, através do Artigo 69, a exclusão das operações de resgate e de colocação dos títulos do TN no orçamento anual. A Lei Complementar nº 12, de 1971, regulou esse dispositivo constitucional e deu poderes ao BCB para administrar a dívida mobiliária da União. Esse arranjo institucional acabou por transformar o BCB num banco da dívida pública, com o progressivo desvirtuamento das suas atribuições, uma vez que passou também a exercer a função de dar liquidez aos títulos públicos.

Com a carência de instrumentos específicos para a execução da política monetária, em 1970 criavam-se as LTNs, nominalmente emitidas pelo Tesouro, mas de fato geridas pelo BCB. Somente a partir desse momento dava-se a efetiva institucionalização do mercado aberto no Brasil, sendo que, não havia, naquele período, mercado secundário. No fim da década de 1970, devido ao aumento do volume de negócios no mercado aberto e a crescente dificuldade para a liquidação das operações e prestações, implementa-se o Selic. O Selic nada mais é do que um sistema eletrônico, em que a compra e venda de títulos públicos são operadas e liquidadas, ou seja, um mercado. A partir de então, os pagamentos das operações de compra e venda de títulos passaram a ser processados através de reservas bancárias, sendo

a transferência de títulos entre os investidores autorizadas somente mediante movimentações nessas reservas, ou seja, compensações. Com isso, um problema pelo menos duplo estava criado: por um lado, o mercado colocava a atuação do TN, na compra de títulos públicos de fins fiscais, e a atuação do BCB, nas operações de mercado aberto de fins monetários, no mesmo local, fundindo suas operações; por outro lado, a consequência prática dessa nova forma de liquidação financeira foi fazer com que os títulos públicos financeiros tornassem substitutos quase perfeitos das reservas bancárias, passando o BCB a intervir diariamente no mercado dessas reservas para fixar a taxa Selic, que passou a ser a taxa de juros básica da economia.

Assim, a partir da implementação do Selic, as reservas bancárias poderiam ser aplicadas em títulos públicos com rendimento diário e estes mesmos títulos passaram a financiar o déficit público. Como efeito, a demanda por reservas bancárias tornou-se independente da taxa de juros, uma vez que nenhum banco deixaria de aplicar suas reservas em títulos públicos (BARBOSA, 1995, 2006). Logo, é nesse contexto que se configura a fusão do mercado de dívida pública com o mercado de reservas bancárias, criando-se, em paralelo, a estrutura anômala da gestão institucional do endividamento público brasileiro (PARREIRAS, 2007). Por sinal, vale ressaltar que, no presente trabalho, vê-se o mercado Selic como o próprio mercado de dívida pública, uma vez que aquele é detentor de 99% dos títulos públicos nacionais.

Em 1986, criavam-se as OTNs e as LBCs. Dois anos depois, o BCB deixa de emitir títulos e o TN, para financiar o crescente déficit público e reduzir os custos de rolagem da dívida, lança as LFTs em substituição às LBCs. Esses títulos representam hoje 20% da parcela da DPMFi, mas poucos anos atrás era o indexador majoritário desta. As LFTs, indexados à taxa Selic, seguiam a trajetória da inflação de muito perto e, nesse sentido, funcionavam como moeda indexada à taxa de juros, passando a assumir a plena função de reserva de valor (BARBOSA, 2006). Ainda, com essa operacionalidade, a dívida pública passou a ser rolada diariamente no *overnight*, sendo que a liquidez da dívida pública era garantida por compromissos de recompra emitidos à época pelo BCB, garantindo aos intermediários financeiros que não obtivessem êxito em financiar suas carteiras de títulos públicos a revenda para o BCB. Esse mecanismo, conhecido como zeragem automática, permitia, consoante Pastore (1990), a transformação instantânea de ‘moeda reserva de valor’ – títulos que rendiam juros – para ‘moeda meio de troca’ – papel moeda com poder liberatório. Ainda, em 1987 dá-se o retorno da gestão da dívida pública ao TN, mas mantendo o Selic tanto nessa instituição quanto no BCB.

O hábito curto-prazista e de indexação chegava ao seu ponto máximo de institucionalização, tornando-se compartilhado e, logo, instituição. Afinal, tal hábito por parte da estrutura impacta nos indivíduos que, por sua vez, ao ‘acatarem’ este formato, reforçam o funcionamento estrutural, pois a colocam no rol de possibilidade na tomada de decisões. Uma vez que tais títulos têm impactos psicológicos nos agentes e servem como conhecimento direto para o tomador de decisão, aumentando o peso do argumento e, logo, reduzindo a incerteza, a aceitação geral se dá naturalmente, sobretudo pelo fato dele ser, muitas das vezes, financeiramente rentável. Esse processo dá-se inúmeras vezes até se tornar um hábito compartilhado fortemente *embeddedness* na sociedade. Não é à toa, por sinal, que a dívida mobiliária brasileira sempre foi predominantemente de curto prazo, sendo os poucos títulos de longo prazo que existiram todos indexados.

Essa institucionalidade, por outro lado, teve sua importância num contexto de inflação elevada. Afinal, permitiu que o sistema bancário brasileiro criasse fundos para aplicação financeira, que tivessem segurança garantida pelo governo, bem como plena liquidez salvaguardada pelas reservas da autoridade monetária, funcionando como uma moeda indexada. Evitou-se assim, segundo Barbosa (2005, 2006), que o País fosse para uma hiperinflação aberta com total rejeição da moeda por parte da população. Ou seja, a economia brasileira, diferente de outras latino-americanas que tiveram experiência com inflação crônica, foi protegida da dolarização, evitando a ruptura completa do mercado monetário nacional e, sobretudo, o mercado de dívida pública, que, sem isso, colapsaria (CARNEIRO, 2006; LOPREATO, 2008).

Na economia brasileira, o *dólar* não substituiu o *cruzeiro*, o *cruzado* ou o *cruzado novo*, como unidade de conta: “[...] essa função foi desempenhada em grande parte pelas ORTNs e seus substitutos.” (BARBOSA, 1992, p. 5). Leite e Arvate (2002) destacam que foi exatamente o desenvolvimento dessas regras formais que fizeram com que os agentes continuassem alocando suas riquezas financeiras na forma de dívida pública, a despeito dos sucessivos períodos com rendimentos negativos¹⁰⁸, uma vez que ela passou a assumir as funções da moeda e a realizar uma espécie de *hedge* contra a inflação sem custo de transação, uma vez que a inflação, segundo Keynes (1976), funciona como um imposto sobre os detentores de moeda. Nesse sentido, naquele período as LFTs claramente tinham custo menor

¹⁰⁸ Apesar dos rendimentos negativos, a possibilidade de lucro sempre existiu, sobretudo por parte das instituições financeiras via *spread*. Ou seja, os agentes privados retinham papéis a uma taxa negativa ainda maior do que aquela das instituições financeiras (LEITE; ARVATE, 2002).

do que os benefícios e, de modo geral, tal institucionalidade cumpriu seu papel e pode ser vista como uma *wise institution*¹⁰⁹.

Em 1994, com o advento da estabilização monetária a partir do Plano Real e, posteriormente, com a adoção do RMI, a estrutura do mercado Selic continuou intacta à do período inflacionário. Se tal institucionalidade foi criada pelo motivo inflacionário, quando este motivo deixou de existir, era de se esperar que a estrutura também o fizesse; o que, infelizmente, não ocorreu. Não se quer dizer que nada mudou desde então, mas, pelo contrário, que muita coisa mudou, embora mantendo essa estrutura anômala incólume. Nos dias atuais, não há mais a necessidade de um sistema que distorce toda a curva de rendimento ou a estrutura a termo da taxa de juros, contaminando o setor privado por conta do risco de dívida pública, bem como trazendo diversas implicações sobre a economia brasileira. Ainda, não parece haver justificativa para a manutenção desse sistema olhando-se os riscos de não-rolagem da dívida e os custos a ela associados, consoante Carneiro (2006).

Nesse sentido, o plano Real, apesar de ter trazido estabilização monetária, não veio acompanhado de “[...] mudanças institucionais capazes de alterar o *modus operandi* então vigentes.” (LOPREATO, 2008, p. 2), preservando o mercado Selic e as LFTs como o elo de ligação entre o mercado monetário e a dívida pública, o curto e o longo prazo. Ainda, os primeiros anos mostraram elevações na taxa de juros devido à necessidade de atrações de capitais para manutenção de câmbio fixo e, em seguida, as taxas de juros real e nominal não decresceram como o esperado. Com isso, não houve, nos primeiros anos, incentivo ao alongamento da dívida, como ocorrido, por exemplo, em Israel, Polônia e México (FONSECA, 2008), capaz de servir de *benchmark* aos títulos privados. Segundo Lopreato:

A preservação desse *modus operandi* atendeu aos interesses tanto das autoridades econômicas como dos carregadores da dívida pública, felizes parceiros de um jogo *win-win*, em que tudo se passa como se o risco das decisões em aplicações em títulos públicos não devesse ser considerado. (2008, p. 2)¹¹⁰.

Esse fato demonstra a dificuldade de, segundo Lopreato (2008, p. 7) “Romper a inércia de costumes arraigados e de mexer na cultura estabelecida.”. Assim, por que não se avançou? O motivo imediato pode ser encontrado na resistência do setor financeiro em aceitar mudanças e o alongamento da dívida em condições de instabilidade. Ademais, o histórico de

¹⁰⁹ Em oposição à *imbecile institution*.

¹¹⁰ Essa expressão (*win-win*) foi usada, segundo Lopreato (2008), por um analista do mercado americano em conversa com técnicos de instituições financeiras locais sobre as condições do mercado brasileiro.

alta incerteza nos anos anteriores ao Plano Real ampliou essa resistência, sendo que, propostas de tais envergaduras dificilmente teriam espaço quando do lançamento do programa, dado o alto risco de ruptura. A saída mais cômoda, nesse ínterim, era trilhar caminhos seguros, “[...] dando atenção à estabilização e mantendo inalterados os mecanismos de convivência da dívida com a inflação.” (LOPREATO, 2008, p. 8), escolhendo o caminho de preservação da força da política monetária na defesa da âncora cambial, via atração de capitais, e da escolha de não se impor ao sistema bancário nacional a readequação à produção e resultados operacionais sem a utilização do *floating* inflacionário (TERRA; SILVA, 2013). Esse fato destaca a dificuldade de se eliminar hábitos compartilhados, logo instituições, tão arraigadas ao corpo social.

Posteriormente, as crises internacionais de 1997 e 1998 e a cambial brasileira de 1999 não deram chance às mudanças no mercado de dívida pública, não entrando no rol de reformas necessárias. O aumento da dívida após 1994, com alta volatilidade cambial e da taxa de juros, elevaram a incerteza sobre o comportamento dos títulos, crescendo ainda mais a resistência à mudanças. O caminho mais fácil, assim, foi trabalhar no limite da aceitação do mercado sem questionar as regras estabelecidas no *open market*, mantendo o foco na atuação do BCB via instrumento convencional de política monetária. O impasse, no entanto, é a ausência de interferência na articulação do mercado monetário e de dívida pública, representado pelo mercado Selic, preservando traços marcantes do período de alta inflação. Essa instituição pode ser vista, nesse sentido, como um exemplo de forte *path-dependence* do passado em relação ao futuro, bem como de *lock-in*, dada a dificuldade de ruptura.

Seu caráter problemático encontra-se na confusão que se verifica na atribuição de papéis entre o BCB e o TN na gestão da dívida. O BCB, por um lado, controla a oferta de moeda para determinar a taxa de juros de curtíssimo prazo, que remunera as sobras de caixa dos bancos e empresas e, desta forma, afetar a estrutura de juros, o produto e o nível de preços. A STN, por sua vez, é responsável pela administração da dívida pública interna e externa mobiliária contratual de responsabilidade direta e indireta do governo. Ou seja, o TN tem objetivo de longo prazo de financiar e de administrar as finanças do governo.

Nesse sentido, as duas instituições têm objetivos bem distintos e sua separação operacional completa é peça fundamental para o bom funcionamento dos mercados monetário e fiscal. Essa vem sendo buscada cada vez mais, mas o aspecto problemático ainda se encontra presente: está no mercado Selic. Uma vez que esta institucionalidade funde os mercados monetário e fiscal, o uso de um instrumento em comum faz com que suas atuações sejam mutuamente influenciadas, sendo a consequência inevitável dessa configuração a

influência recíproca da gestão da política monetária e da administração da dívida pública brasileira, criando uma perturbação potencial ao bom funcionamento de ambas. Por sinal, como ressaltam Gobetti e Schettini (2014), as operações compromissadas do BCB com títulos públicos não deveriam, do ponto de vista estático, aumentar o endividamento, uma vez que há igual enxugamento da base monetária. Do ponto de vista dinâmico, no entanto, a substituição de um passivo como a base monetária, sobre o qual o governo não paga juros, por outro remunerado pela taxa Selic, impõe um custo para o TN que nada tem a ver com a política fiscal.

Importante salientar que o instrumento-símbolo dessa simbiose encontra-se nas LFTs, títulos pós-fixados à taxa Selic diária do *overnight*, mas não se esgota aí. Ela é, na realidade, apenas a sistematização de um processo, como atesta Franco (2006), representando um refúgio seguro contra a incerteza e servindo de prêmio à liquidez, com alta remuneração em um jogo de *win-win*. Nesse sentido, ainda que mais recentemente a dívida pública brasileira tenha assumido um padrão mais saudável, o que poderia levar à conclusão de que o problema aqui apresentado deixou de existir, deve-se ressaltar que apenas suas proporções mudaram, sendo a estrutura vigente hoje praticamente idêntica à da década de 1980 (e, indo além, de 1964), apenas talvez menos problemática. Ademais, como ressaltam Terra e Silva (2013), independente do indexador da dívida, ou seja, da sua composição, o custo médio acompanhará a taxa Selic, pois, caso contrário, haverá custo de oportunidade para os próprios demandantes voluntários da dívida pública. Assim, mesmo que seja bastante benéfica a evolução na composição da dívida, este processo, se acompanhado de taxa Selic exorbitante, pouco muda o custo de oportunidade que representa ao investimento produtivo, por exemplo.

Ainda hoje, analisando-se a estrutura da dívida pública brasileira, a despeito do seu expressivo tamanho, é possível notar que a transição completa para uma economia monetariamente estabilizada não foi concluída (COUTINHO; BORGES, 2007). A figura que emerge ainda não completou sua transição do papel que executou no período hiperinflacionário brasileiro. Por um lado, o mercado Selic é o mesmo; por outro lado, a dívida, que era substituta da moeda, não diversificou suficientemente seus graus de liquidez, maturidades e retorno. Existem títulos com liquidez diária e retorno real relativamente elevados. Segundo Garcia, “A separação da função de gerenciamento de caixa e de poupança de longo prazo nunca se completou.” (2002, p. 31). Como resultado dessa incompleta transição, coloca-se um estresse severo à economia brasileira.

Atualmente, mais de vinte anos após a estabilização dos níveis de preço, essa estrutura não faz mais sentido. A estrutura do mercado Selic, que juntou o curto e longo prazo, a

política fiscal e a monetária, não traz nenhum benefício à economia brasileira. Os títulos remunerados pela taxa Selic, por sua vez, não apenas não cumprem mais a funcionalidade do período de altas taxas de inflação, como podem estar gerando um expressivo ônus, via diversos canais, para a sociedade brasileira.

Pode-se expressar esse ônus estrutural por taxas de juros maiores do que seriam na vigência de outra estrutura para a dívida pública, reduzida maturidade média, políticas macroeconômicas com menores eficácias, baixa coordenação, independência e distantes do recomendado pela perspectiva keynesiana, reduzido financiamento do desenvolvimento, baixas taxas de investimento e baixo crescimento econômico. Nesse sentido, os constrangimentos sofridos pela AM por parte do TN, assim como as pressões sofridas pelo TN, dada a atuação do BCB, expressam-se de diversas formas. Então, a estrutura institucional da dívida pública é importante, sobretudo em relação ao mercado Selic, pois diz respeito ao conjunto de instituições que determinam a evolução, em seus diversos aspectos, da dívida. Afinal, acredita-se que os mercados não existem ou operam ao lado das regras e instituições que são estabelecidas para seu funcionamento, mas, pelo contrário, o mercado apenas põe em prática essas instituições. Ou seja, a instituição desempenha um papel importante no regime de política econômica, independente das pessoas que estejam no seu comando, ditando a *performance* do sistema econômico. Nesse sentido, o mercado Selic brasileiro pode ser visto, nos moldes institucionalistas, como uma *imbecile institution*, ‘passando da hora’ de se aposentar, levando junto as LFTs. São esses pontos que serão abordados a partir de agora.

Em relação aos canais de interferência da dívida pública sobre a política monetária, alguns pontos podem ser elencados. Primeiramente, a dívida acaba por ser incluída na regra de reação do BCB e perde credibilidade na conduta anti-inflacionária. Garcia (2001) exemplifica a forma pela qual a composição da dívida pode ser desvantajosa no exercício da política econômica. Segundo o autor, títulos indexados à taxa Selic são títulos, na prática, duplamente indexados: à taxa de juros real e à inflação. No cenário atual, alicerçado no RMI, a taxa real de juros deve subir quando a inflação esperada se eleva e, dessa forma, tais títulos são os piores. Afinal, geram, por um lado, despesas extras para o TN justamente quando a conjuntura econômica se deteriora, por outro lado, geram um problema de inconsistência de metas para o BCB, uma vez que elevações na taxa de juros nominais a fim de conter o processo inflacionário causam piora do déficit público. Nesse sentido, a dívida pública aumenta os custos da manutenção (ou retorno) da inflação na (para) meta, da mesma forma

que essa própria trajetória aumenta os custos da dívida pública (PARREIRAS, 2008a), constituindo-se um círculo vicioso¹¹¹.

Assim, para atingir o intervalo estipulado para a meta de inflação, a credibilidade monetária pode ser ameaçada. Isto, pois, segundo Bevilaqua e Garcia (2002), a AM encontra-se num *trade-off* entre uma política monetária apertada para conter a inflação e evitar o impacto fiscal de maiores taxas de juros de curto prazo, ou seja, uma estreita vinculação entre a meta operacional da política monetária e a situação das contas públicas. Se a estrutura do mercado Selic fizer com que o compromisso do BCB de manter taxas de inflação baixas se torne não crível, a inflação pode de fato aumentar devido a um problema criado por expectativas autorrealizáveis. Nesse sentido, a composição da dívida importa, pois pode gerar um efeito perverso sobre a política monetária, causado pelo problema de inconsistência dinâmica (PARREIRAS, 2008).

Sobre a inclusão da dívida na regra de reação do BCB e a redução de sua credibilidade na condução anti-inflacionária, Parreiras (2008b) demonstra econometricamente que a AM responde a desvios da expectativa de inflação e do câmbio em relação à meta, uma vez que os valores defasados destas variáveis explicam valores atuais da taxa Selic, o que era esperado. A recíproca também é válida. Para além, a Selic também sofre precedência temporal da dívida interna, o que contribui para corroborar a proposição de que o BCB adiciona esta variável em sua regra de reação. Desse modo, a dívida, sobretudo aquela indexada a taxa de juros, apresenta importância também na formação das expectativas de inflação, contribuindo para reforçar a ideia de que essa variável impacta nas decisões de política monetária. Especificamente, a Selic respondeu negativamente à dívida pública, mostrando que o *trade-off* supracitado faz sentido, diminuindo a intensidade da resposta do instrumento de política monetária a choques nas outras variáveis relevantes. Ademais, os choques provocados pela parcela da dívida atrelada à Selic tiveram resposta positiva, tanto da Selic como das expectativas, indicando que a dívida influencia de forma perversa o funcionamento da política monetária. Amaral e Oreiro (2008) vão no mesmo sentido, mostrando que o BCB leva em conta o impacto das políticas monetárias sobre o estoque de títulos públicos.

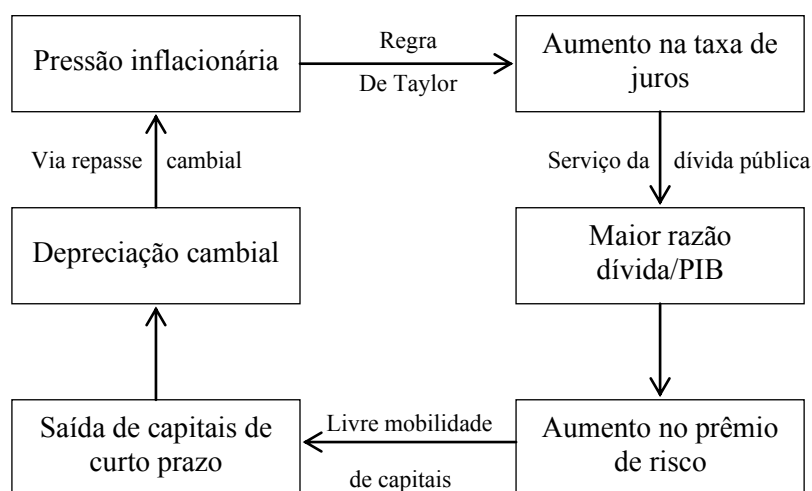
¹¹¹ Exemplo disso são os anos de 2002 e 2003, quanto a interferência da gestão da dívida causou deterioração das medidas de risco-país, desvalorização do *real* e aumento das expectativas inflacionárias, impondo ao governo a necessidade de adoção de uma postura mais recessiva. Por sinal, pode-se pensar que pode ter havido alguma interferência negativa da institucionalidade do mercado Selic vigente naqueles anos em que a meta não foi cumprida. Interessante notar, sobre isso, que foi após as três quebras de metas do RMI que o TN em colaboração com o BCB implementaram medidas rigorosas para melhoria do perfil da dívida e, desde então, todas metas foram cumpridas (mesmo que próximo ao topo da banda).

Em adição, pode-se destacar a interferência mútua entre a taxa Selic e as medidas de risco-país. Por um lado, à maior probabilidade esperada de *default* – e, logo, maior risco – quanto maiores forem as taxas de juros. Por outro lado, à necessidade de incorporação de um prêmio de risco pelos títulos públicos à taxa Selic. Em relação à segunda hipótese, Barbosa (2005) afirma que a indexação de parcela relevante da dívida pública à taxa Selic faz com que o BCB tenha que embutir no cálculo dessa taxa um prêmio de risco e de liquidez para a remuneração dos títulos do governo, os quais ele não possui, uma vez que é emissor de moeda. Ora, se o BCB é o agente com menor risco, pois toma dívida em curto prazo e é emissor de moeda, mas, mesmo assim, oferece um preço (juros) pelos títulos alto todos os ativos financeiros em circulação terão remunerações ainda maiores, tornando por demais custosas a captação de recursos para investimento produtivo (TERRA; SILVA, 2013; NAKANO, 2012). No Brasil, essa necessidade se agrava, já que o serviço da dívida, por ser essencialmente de curto prazo, passa a ser indexado ao prêmio de risco do País. Com isso, o nível da taxa de juros determinado pela autoridade monetária, no intuito de cumprir a meta de inflação estipulada, torna-se maior (PARREIRAS, 2008). Por sinal, vale dizer que este problema não recai apenas pelo fato da existência de LFTs, mas também pelo fato de fazerem parte do mesmo mercado, o Selic.

Para além, dado que parte expressiva da dívida está atrelada à Selic (fins de 2014 no patamar de 20%, mas até 2010 era majoritário) e, levando-se em conta a magnitude da dívida pública, aumentos nos juros podem ter efeitos reversos nos indicadores de risco devido à deterioração das condições efetivas de solvência e sustentabilidade da dívida. Ou seja, a uma probabilidade maior de *default* atribuída ao País. Assim, o caminho lógico é o seguinte: aumentos na taxa de juros levam à elevação do pagamento do serviço da dívida que, dado um nível de superávit primário, amplia o estoque da dívida. Consequentemente, tem-se uma elevação no risco-país e depreciação da moeda nacional, esta levando a inflação¹¹². Assim, o *trade-off* entre a política monetária, o ônus da dívida e o risco-país, em um mercado de baixa maturidade e com parcela relevante de títulos pós-fixados, deixa o governo refém. Este efeito perverso devido ao desgaste do instrumento único de política monetária, em outras palavras, efeitos inflacionários de aumentos nas taxas de juros, pode ser resumido na Figura 2 abaixo.

¹¹² É a impactos desta natureza que Carneiro e Wu (2005) chamam de dominância fiscal. Resumidamente, caracteriza-se como uma situação na qual a inflação pode ser atribuída especialmente aos distúrbios fiscais, mormente de dívida pública, e não aos descontroles monetários. De caráter geral, é quando a AM tem a capacidade limitada para controlar a inflação, pois sua ação traz deterioração nas contas fiscais.

Figura 2 - Mecanismo perverso do instrumento único de política monetária



Fonte: Elaborado pelo autor baseado em Carneiro e Wu (2005).

Especificamente, o governo encontra-se perenemente em posições frágeis, pois se torna vulnerável a pequenas alterações nas variáveis econômicas, podendo levar à posições minskyanas mais frágeis e ao aumento do risco sistêmico. Como resultado, há maior incerteza e aumento da preferência pela liquidez, o que reforça o mercado com essas características e taxas de juros tão altas, inclusive maiores do que as economias emergentes e latino-americanas. Por sinal uma política de juros prolongada acaba por aumentar o risco percebido pelos investidores, dada a possibilidade de inadimplência dos novos devedores e as dificuldades de refinanciamento por parte dos ativos: o resultado é a elevação da preferência pela liquidez, que, por sua vez, mantém a pressão sobre a taxa de juros. Nesse ínterim, Carneiro (2006) defende que há, no País, um ambiente de frustração com o crescimento, sendo preocupante a não-convergência das taxas de juros reais para níveis mais próximos dos internacionais.

Parreiras (2008b) testou essas ideias, partindo de duas hipóteses:

- a) uma vez que a taxa Selic corrige a dívida, aquela deve incorporar um prêmio pelo risco dos títulos públicos; e;
- b) maiores juros implicam maior probabilidade de não pagamento, aumentando as medidas de risco.

Os resultados mostraram que a Selic sofre precedência temporal, nos modelos entre três e seis defasagens mensais, da dívida prefixada, do câmbio, das medidas de risco e da DPMFi. Assim, fica claro que o instrumento de política monetária tem sido afetado pelas

medidas de risco-país e pela dívida pública em seus diversos componentes. Para além, o estudo revelou que a Selic tem respondido a choques na composição da dívida no sentido esperado: aumentando quando a composição piora e diminuindo quando a composição fica mais saudável. O mesmo foi observado em relação aos indicadores de risco. Ademais, a resposta da taxa de juros de aumento do risco-país foi bastante expressiva, corroborando a suposição de inclusão de um prêmio de risco pelos títulos públicos na Selic.

Em relação ao juro brasileiro, Loureiro e Barbosa (2003) e Barbosa (2003) tentam demonstrar que a sucessiva quebra de regras contratuais, vistas no Capítulo 3, especialmente a partir de meados da década de 1970, explicam patamares tão altos de taxa de juros, pois os agentes adicionavam a perspectiva de ocorrência de mudanças de regras nas suas tomadas de decisões e, dessa forma, demandavam prêmios de riscos crescentes na compra de títulos públicos. Arida, Bacha e Resende (2005) destacam o problema relacionado à incerteza jurisdicional, em que os agentes têm resistência em aplicar suas poupanças devido a possibilidade de perda do valor dos contratos ou ativos financeiros por decisões tomadas por qualquer das três esferas de poder. Atualmente, Moura (2006) e Dantas (2006) destacam as constantes mudanças de tributação que o mercado financeiro tem sofrido, impactando nos preços, volumes, liquidez e volatilidade do sistema.

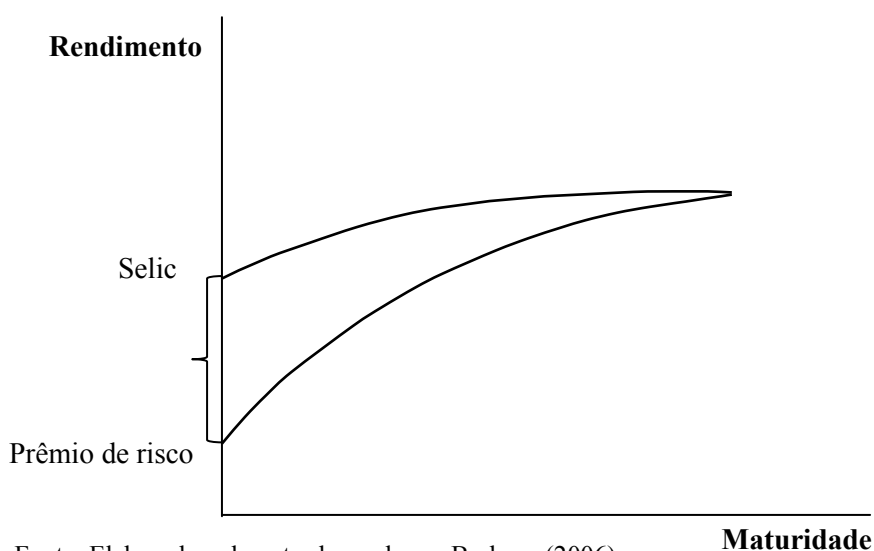
Leite e Arvate (2002) chegam a destacar que, naquele período (e talvez até hoje), a regra era a mudança das regras. Segundo os autores, foi esse fato que impediu que a taxa de juros doméstica, após a abertura financeira iniciada no começo da década de 1990, fosse situada em nível compatível com os padrões internacionais e maior crescimento econômico. Esse é, de fato, um ponto importante, pois inconsistências como essas aumentam as incertezas ontológica e epistemológica, dificultando o processo de tomada de decisão do agente, que, para equilibrar, pede por maior rendimento frente aos riscos futuros. Ademais, ainda hoje o casuismo e as discricionariedades das políticas econômicas são recorrentes: mudanças de incentivos fiscais, tributários, colocação e retirada de políticas macroprudenciais, entre outros. Carneiro (2006), por outro lado, cita a possibilidade de haver no Brasil o que ficou conhecido como *peso problem*, algo parecido como o que ocorreu no México na década de 1980: os juros não caem, pois há uma pequena probabilidade de um grande desastre no futuro. No entanto, não se pode depositar sobre esses fatos toda a responsabilidade de taxas de juros altas como a brasileira, como estamos vendo sobre a própria interação entre a política monetária e fiscal na gestão da dívida pública e suas diversas implicações¹¹³. Por sinal, o que enfraquece

¹¹³ Não se quer denotar que o que está sendo apresentado neste trabalho abarca todos os motivos da elevada taxa de juros, apesar de acreditar-se que as questões históricas, políticas, institucionais e econômicas discutidas

esse argumento é o fato do Brasil ter recebido, em 2008, o *investment grade*, o que configura uma queda do risco sistêmico e da incerteza observados pelo mercado.

Sobre essa coordenação defeituosa entre as políticas monetária e fiscal, Barbosa (2006) aponta a hipótese de que o efeito contagioso da dívida pública sobre a política monetária muda a estrutura a termo das taxas de juros. A Figura 3 mostra, por exemplo, que a inclinação da curva de juros se torna mais lisa (no limite, a curva de rendimento acaba por se tornar de fato invertida).

Figura 3 - Curva de rendimento



O que Barbosa (2006) está chamando de efeito contágio da dívida pública na política monetária é o prêmio de risco (θ) embutido na taxa de juros (r) das reservas do BCB, em que o ρ_1 é a taxa de juros livre de risco e π_1 é a expectativa inflacionária:

$$r_1 = \rho_1 + \pi_1 + \theta_1$$

Nesse caso, o prêmio de risco é exatamente o risco dos títulos governamentais que são utilizados pelo BCB na sua condução de política monetária, uma vez que aqueles títulos não são considerados, pelo mercado, como *risk-free*. Ou seja, como um subproduto dessa inter-

nessa dissertação perpassam boa parte das causas dessa anomalia. Modenesi (2008) e Seabra e Dequech (2013) vão no sentido de mostrar que a definição da taxa de juros básica brasileira, no sentido keynesiano e institucionalista, perpassa por convenções. Piper e Dias (2012) apresentam os diversos motivos colocados pela literatura especializada que levam a inércia e rigidez para baixo da taxa de juros básica do Brasil.

relação entre os títulos governamentais e os recursos do BCB, a taxa de juros básica da economia, a taxa dos fundos do próprio BCB, tem um risco embutido. Assim, é preciso desemaranhar a taxa de juros de reservas do BCB da taxa de juros dos títulos do TN, afinal, paga-se um risco que não existe, pois no mercado de reservas bancárias, não há risco de crédito, uma vez que os títulos governamentais são usados como garantia (BARBOSA, 2006). Ademais, não há risco de liquidez, pois ele é coberto pelo BCB (NAKANO, 2012). Para além, em relação às LFTs, não há risco de mercado, pois alterações nas variáveis macroeconômicas não impactam nos preços do título, o chamado *duration* zero¹¹⁴. Por sinal, Pastore (1996, 2006) destaca que, com títulos desse tipo, os ganhos e perdas de operações no mercado secundário são desprezíveis, mantendo seu valor independente do cenário macroeconômico. Moura (2006a) destaca que a existência de tais títulos desestimularia a negociação no mercado secundário, dificultando a formação de uma estrutura a termo da taxa de juros e diminuindo a eficácia da política monetária, sobretudo em razão da variabilidade de preço em relação à curva da própria taxa média de juros das LFTs. Segundo Hermann (2002a), não há qualquer razão econômica ou política plausível que justifique o uso, por parte dos agentes, da dívida pública como instrumento privilegiado (já que não tem risco) de *hedge* contra as incertezas comuns ao mercado financeiro, como se tem feito no Brasil há um bom tempo.

Outro importante impacto do mercado Selic diz respeito ao efeito riqueza, importante canal de transmissão da política monetária ao mudar os preços dos ativos que, por sua vez, afeta os gastos com serviços e bens de consumo. Um aumento da taxa de juros, ao invés de causar redução da riqueza dos detentores de títulos pós-fixados, traz o inverso. Dessa forma, a política monetária perde uma parte do seu mecanismo de transmissão e, logo, tem sua eficácia reduzida, pois o controle da demanda agregada se torna mais difícil. Assim, a taxa de juros para estabilização do nível de preços precisa ser maior, apresentando uma alta sensibilidade dos juros em relação à inflação. Segundo Mattos (2005), o poder da política monetária se torna menor pelo simples fato de títulos corrigidos pela taxa Selic terem *duration* zero, o que impede que opere o mecanismo convencional de aumentos nas taxas de juros reduzirem o preço dos títulos, uma vez que estes se mantêm constantes. Este processo se intensifica pela elevada liquidez dos títulos públicos, que os transformam em quase-moedas (PARREIRAS, 2008).

Pastore (1996, 2006), denota que a existência de uma dívida pública mais longa, em mãos dos tomadores finais, aumenta a eficiência da política monetária. Afinal, mesmo que ela

¹¹⁴ Barbosa (2006, p. 237), mostra, a partir de um modelo simples, como os títulos atrelados à Selic não possuem tais riscos.

mude de mãos no mercado secundário, no qual o BCB interfere realizando operações de mercado aberto e alterando a taxa de juros, ela gera para seus detentores ganhos ou perdas de capital, mas não provoca, por outro lado, alterações do fluxo de juros pago pelo TN. Uma dívida curta, em contraposição, reduz a eficiência da política monetária ao eliminar a possibilidade de gerar ganhos e perdas de capital, destruindo o canal de interferência da moeda sobre a demanda, que atua através do efeito-riqueza. Em compensação, outro canal, na direção contrária, é criado: constitui-se no efeito riqueza, gerado pelas alterações no fluxo de juros pago pelo Tesouro aos proprietários dos títulos públicos.

Ainda, Pastore (1996, 2006) continua, dizendo que a existência de ativos curtos, por si só, não implicam redução da eficácia da política monetária. Segundo ele, o ativo que não pode ser curto é apenas o título público, uma vez que ele é percebido como riqueza pelos indivíduos. Muitos títulos privados, produtos da intermediação financeira, permitem elevar o grau de liquidez exatamente pelo prazo curto que possuem, abrindo a possibilidade de aumentar o número de participantes nas transações do mercado. Assim, ativos de longo período de maturação podem ser transformados em outros de maturação muito mais curta, com uma capacidade de serem convertidos em moeda a partir de custos de transação relativamente mais baixos. Nesse ponto, Pastore (1996, p. 310) acredita que,

Não importa quantos produtos da intermediação financeira existam: se existirem títulos públicos longos vendidos pelo Tesouro, que somente os resgate no seu vencimento, se as alterações nas taxas de juros de curto prazo, por parte do Banco Central, produzirem ganhos ou perdas de capital para seus proprietários, gerando efeitos-riqueza, sem afetar o pagamento de juros por parte do Tesouro e, portanto, sem criar efeitos-renda, a política monetária será relativamente mais eficaz¹¹⁵.

Vale dizer, ainda, que o efeito riqueza não deixa de ocorrer apenas na parcela de dívida composta pelas LFTs, mas se amplia devido ao *put implícito* oferecido aos outros títulos que, nos momentos de instabilidade, são trocados por títulos mais curtos e indexados aos juros básicos da economia. No limite, o efeito renda pode fazer com que a política monetária tenha, por sinal, efeito contrário ao desejado (AMARAL; OREIRO, 2008). Assim, tal qual destaca Fonseca (2008), a política monetária deixa de contar com um instrumento fundamental sobre o nível de atividade, já que prevalece o efeito positivo sobre a renda quando há elevações dos juros nominais, sem haver desvalorização da riqueza privada. Sobre

¹¹⁵ Vale dizer que Pastore (2006) ressalta o fato do efeito-renda poder ser pouco relevante, uma vez que o nível de renda dos detentores de títulos é alto e sua propensão a consumir com ganhos de renda baixo.

esse ponto, alguns são os trabalhos que já mostraram, empiricamente, a relação entre a estrutura do mercado Selic e o efeito-riqueza e o efeito-renda. Carneiro e Wu (2005a) e Amaral e Oreiro (2008) vão no mesmo sentido de que as LFTs, por terem duração nula, não levam a ocorrência do efeito riqueza e fazem com que tenha um efeito renda positivo. Na LTN, por outro lado, elevações da taxa de juro ocasionam queda no preço unitário do título, fazendo com que o efeito riqueza opere de forma plena. As NTNs, por sua vez, apesar de fixarem-se à índices de preço, ambas têm a taxa de juros a ser paga definida a priori, podendo considerá-las, assim, títulos prefixados em termos de taxa de juros. Ainda, Amaral e Oreiro (2008), em modelos matemáticos simulados, confirmam a hipótese de redução da eficácia pelo efeito riqueza e efeito renda, o que corrobora a necessidade de aumento da *duration* média da dívida. Pires (2008) destaca que as evidências empíricas para o Brasil indicam que o efeito riqueza responde por metade dos impactos da política monetária e que a dívida indexada, de fato, não transmite a política monetária da forma desejada, impactando em diversas variáveis, quais sejam, inflação, demanda agregada e a própria dívida pública. Ainda, os autores ressaltam que quanto maior for indexação da dívida, maior será a duração do ciclo econômico, exatamente pela inércia dessas variáveis econômicas. Parreiras (2008b), por outro lado, apesar de ter encontrado uma relação do efeito riqueza, relata que estes não foram muito significativos, o que, segundo ela, pode ser explicado pela inexistência, no período de análise, de pressões de demanda, bem como pequena relevância do impacto sobre a demanda agregada do aumento da renda de um estrato da população cuja elasticidade-renda do consumo é bastante baixa.

Silva, Pires e Terra (2014) mostraram empiricamente que a ampliação na emissão de títulos prefixados leva ao aumento na curva de rendimento, aumentando com o tamanho da maturidade. Com títulos flutuantes, o efeito é o contrário. Isso significa que títulos prefixados fazem com que ativos de maior maturidade tenham maior proteção contra risco, resultando numa curva de rendimento ascendente, como observado nos países desenvolvidos. Com as LFTs, pelo contrário, a curva é descendente, uma vez que os detentores possuem proteção contra o risco imediata, constituindo-se numa evidente anomalia. Isso demonstra, então, que alterações na composição da dívida não são neutras e têm impacto sobre a demanda por ativos financeiros e, logo, sobre a economia como um todo. Nesse sentido, no caso brasileiro a política monetária acaba por, em última instância, ter eficácia reduzida. Para além, os autores perceberam que a diminuição dos títulos pós-fixados, especialmente após 2010, fez com que a volatilidade do *spread* se tornasse menor. Ainda, Diniz *et al.* (2013) mostraram, via modelos econométricos, que um choque de 0,5 p.p. na Selic provoca um aumento de 0,71 p.p. na

DLSP/PIB, explicado pela valorização cambial provocada pelo choque de juros e pela parcela pós-fixada de títulos públicos. Ademais, demonstraram que é necessário 1,7 p.p. a mais de variação do PIB a fim de se compensar esse choque na Selic, e assim manter estável a DLSP.

Para além, pode-se citar, como consequência da institucionalidade do mercado Selic, a maior sensibilidade da oferta de crédito à taxa de juros. Assim, aumentos nos juros provocam redução nos empréstimos, nos investimentos e no produto. Tanto maior será essa sensibilidade, quanto maior for a parcela da dívida atrelada à taxa de juros, da mesma forma que maior será o efeito contracionista do aumento na taxa de juros sobre a oferta de crédito para a economia nacional numa estrutura de endividamento como a brasileira. Por sinal, independente de ser atrelado ou não à taxa de juros básica, com a estrutura da dívida e os patamares da curva de juros que o Brasil tem, em um cenário que o BCB capta os recursos no curto prazo, dificulta-se o desenvolvimento de instrumentos de financiamento de longo prazo e de mercado de capitais.

Afinal, um aumento na taxa básica de juros torna a dívida pública mais atrativa, aumentando a carteira de títulos públicos em poder dos bancos, reduzindo, assim, os recursos disponíveis para empréstimos e aumentando o custo do crédito. Isto, pois a atual estrutura e composição da dívida funcionam como obstáculo ao desenvolvimento do mercado secundário de títulos públicos e, logo, da formação de uma curva de juros que sirva de *benchmark* para a avaliação de projetos e os portfólios de longo prazo. Moura (2006a) vai além, e destaca que a mera existência das LFTs substitui e torna redundante a existência de um vigoroso mercado secundário, que exigiria adaptações institucionais importantes. Ademais, a combinação de juros básicos elevados com baixos prêmios de alongamento tornam as posições curtas bastante confortáveis, pois o risco adquirido com a maior maturidade (uma vez que os agentes se tornam mais avessos ao risco com o aumento temporal) não é compensado por rendimentos da mesma magnitude. Ainda, Carneiro (2006) denota que a existência das LFTs dificulta a extensão dos prazos das dívidas privadas com custos razoáveis, pois não há títulos privados longos que ofereçam garantia de preservação do valor da riqueza (ou seja, *duration* nula).

Em estudo econométrico de Parreiras (2008b), como esperado, o crédito e o produto mostram-se negativamente influenciados por choques na taxa Selic. O produto, por sua vez, reage positivamente a choques no crédito (demonstrando a importância do financiamento do crescimento). Ainda, choques na dívida pública e em sua parcela indexada à Selic contribuem negativamente para o desempenho do crédito e produto e parecem provocar aumento da própria taxa Selic. Resumidamente, a indexação da dívida à taxa Selic contribui para uma dinâmica perversa ao provocar aumentos na própria Selic, impactando no crédito e no produto

para além dos desejados pela autoridade monetária. Ou seja, a estrutura da dívida pública pode intensificar os efeitos recessivos de uma política monetária contracionista.

Em resumo, é preciso deixar clara a impossibilidade da coexistência de um mercado local de capitais robusto e de um Estado que compete por recursos, com dívida interna elevada, cara e de curta duração. Nesse ponto, a elevada e crescente DPMFi gera, segundo Coutinho e Borges (2007) e Franco (2006), um efeito de *crowding-out* clássico, ou de primeira ordem, o qual restringe a oferta de recursos emprestáveis ao setor privado. Para além, dado o perfil ainda aquém do desejado da dívida, causado especialmente pelos vencimentos ainda curtos, inibe a formação de uma estrutura a termo de juros prefixados de longo prazo, uma vez que a ausência de *benchmark* eleva relativamente pouco o prêmio de liquidez para as emissões de papéis privados de longo prazo, o que, é óbvio, não as incentiva.

Destarte, o financiamento ao desenvolvimento, tão elementar à perspectiva keynesiana, se torna precário, pois a organização do mercado de dívida pública é uma importante base de sustentação do mercado privado de dívida e de todo o mercado de capitais, setores que têm dificuldade em oferecer uma alternativa de investimento financeiro às LFTs, por exemplo. Como resultado final, o ritmo de atividade econômica é impactado de forma negativa, pois a baixa maturidade do mercado primário e a liquidez ainda não tão desenvolvida do mercado secundário não conseguem suprir o mercado de um mecanismo de *hedge*, ou de baliza, para financiamentos de mais longo prazo e suas correspondentes atividades, sobretudo na construção de uma estrutura a termo da taxa de juros. Uma vez que o estágio inicial do circuito de financiamento pós-keynesiano, o *finance*, é precário, todo o seu resto também o será, desde o investimento e a poupança até o *funding*.

Isso é fundamental, pois, como ensina a experiência internacional descrita em Novaes (2005), os mercados de capitais nacionais tendem a estabelecer seus padrões de preços, prazos e indexadores juntamente mirando a dívida pública de seus respectivos países. Desse modo, impacta-se o preço dos ativos em geral e a avaliação de projetos com horizontes mais longos, no processo de tomada de decisão sob maior incerteza. Ademais, a desconfiança em relação à mudanças constantes na taxa de juros básica, na condução da política monetária, traz receio ao setor privado em relação aos papéis de mais alta *duration*. Essa desconfiança, por sinal, não é descabida, dadas as mudanças de trajetórias de juros nos últimos anos pelo BCB. Com isso, há a manutenção do hábito de curto prazo via contaminação da atuação do BCB sobre a dívida pública.

Nesses termos, atualizando Coutinho e Borges (2007), longo prazo, no mercado financeiro brasileiro, não passa de quatro anos (na época dos autores, um ano ou pouco mais),

o que é claramente uma anomalia, sobretudo do ponto de vista dos tomadores de decisão. Por sinal, Keynes considerava a distinção entre títulos de curto e longo prazo tão importante pois correspondiam a diferentes riscos de ganho ou perda de capital como resultado de mudanças nas taxas de juros e, por isso, os agentes, ao demandarem títulos de prazos mais longos, pedem prêmios de riscos maiores. Nesse ponto, ativos com liquidez próximas à moeda podem, em última instância, serem considerados moeda.

Em suma, após o exposto até aqui, fica claro que a história importa, em seu processo de *path-dependence*, para entender a institucionalidade do mercado Selic atualmente. Afinal, esse mercado nasceu de forma intencional (instituições pragmáticas), reforçado pelas interações individuais, que o tornaram *embedded* via criação de convenções e hábitos compartilhados. É como a Figura 1 deste trabalho, da página 30, trocando a parte superior pelo mercado Selic e a inferior pelos compradores e vendedores de ativos. Nesse sentido, esse mercado representa a existência de regras do jogo formais e informais que acabam por ditar a *performance* econômica, uma vez que são historicamente enraizadas e têm a capacidade de constranger, liberar e expandir a atuação individual e o processo estrutural. Nas palavras de North (1994, p. 359), “instituições formam a estrutura de investimentos da sociedade; em consequência, as instituições econômicas e políticas são os determinantes subjacentes da *performance* econômica”. Sendo o mercado Selic as regras do jogo, os jogadores são os agentes tomadores de decisão na escolha por ativos (bancos, sistema financeiro, famílias, firmas, etc.), e estes configuram os contornos da evolução institucional, com a peculiaridade de que esses jogadores quase sempre ganham. Hoje, este arranjo não constrói benefícios sociais, pois ditam caminhos e trilhas a serem seguidas que se distanciam de perspectivas profícuas para a economia brasileira, podendo caracterizar o mercado Selic enquanto uma *imbecile institution* e a dificuldade de ruptura dessa institucionalidade um exemplo de *lock-in*.

Ademais, visto à luz da perspectiva keynesiana, o mercado Selic, tal qual é desenhado hoje, traz implicações graves à economia brasileira, levando ao distanciamento das recomendações de política econômica daquela abordagem. Em relação à política monetária, diferente do preconizado por Keynes, utiliza-se apenas um instrumento na busca de um objetivo. E este instrumento, a taxa de juros básica, é utilizado em altos patamares. Uma vez que ela relaciona o lado real e o financeiro, ou seja, a circulação industrial e financeira, bem como dita o valor mínimo da EfMgK, as maiores taxas de juros do mundo não podem trazer outro resultado, dado o custo de oportunidade que opera, senão a transferência majoritária dos recursos para o sistema financeiro, intensificado pelo curto prazo das operações e pela alta liquidez, o que aumenta o processo especulativo da economia. Assim, o sistema financeiro

pode se tornar o cassino que Keynes (1964) aludiu, ‘roubando’ os recursos que poderiam ser utilizados para o bem da sociedade, via investimento produtivo. Segundo ele,

Os especuladores podem não causar dano quando são apenas bolhas num fluxo constante de empreendimento; mas a situação torna-se séria quando o empreendimento se converte em bolhas no turbilhão especulativo. Quando o desenvolvimento do capital de um país se converte em subproduto das atitudes de um cassino, o trabalho tende a ser mal feito. (KEYNES, 1964, p. 159).

Em síntese, no mercado financeiro cada vez mais organizado em torno da liquidez e do ganho rápido, “[...] o objeto real, secreto, dos investimentos mais habilmente efetuados em nossos dias é ‘*beat the gun*’, como os Americanos tão bem o expressam, burlar a multidão, e passar ao próximo a moeda falsa ou em depreciação.” (KEYNES, 1964, p. 155). Nesse particular, os resultados são maior volatilidade, sobretudo do complexo da taxa de juros, com mais pronunciadas predisposições do sistema econômico à instabilidade, o que aumenta a incerteza e, logo, o custo de oportunidade. Assim, configura-se a dicotomia entre a atividade especulativa – a que busca prever a psicologia do mercado – e o empreendedorismo – que espera uma renda provável – ou, em outros termos, entre o curto e o longo prazo, entre o financeiro e o produtivo, sendo que o segundo tende a trazer benefícios à sociedade, enquanto que o primeiro, usado no jogo dos mercados financeiros e não no financiamento da produção, pouco traz além de maior propensão do sistema a oscilações. Logo, o mercado Selic e a composição da dívida parecem reforçar uma convenção de psicologia de mercado que não é benéfica à economia brasileira.

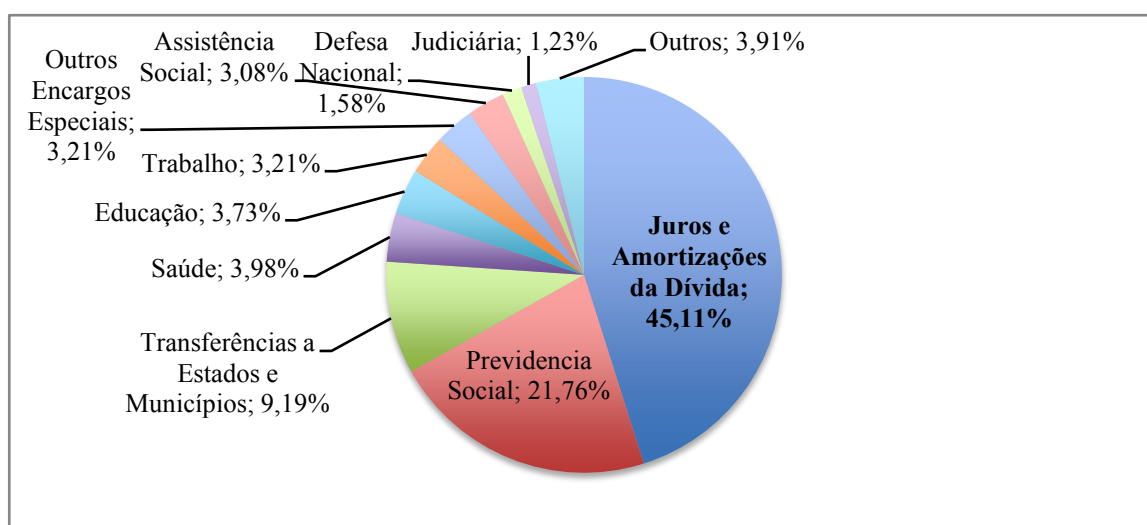
Nesse sentido, no processo de tomada de decisão, o empresário dificilmente encontrará uma iniciativa empreendedora que lhe anime mais do que o *hedge*, pois representa uma expectativa quase certa que serve como entendimento indireto, aumentando o peso do argumento e reduzindo a incerteza, o que leva ao conhecimento direto bem completo e quase imutável, que títulos como as LFTs, com rendimentos superiores a 10% a.a. (acompanhando a Selic), no curto prazo e com alta liquidez, dão. Nesse cenário, talvez não ocorressem investimentos se não fosse pela tendência humana para tanto e os próprios padrões de conduta, hábito e convenções. Como destaca Keynes (1964, p. 150),

Se a natureza humana não sentisse a tentação de arriscar, nem de sentir a satisfação (excluindo-se o lucro) de construir uma fábrica, uma estrada de ferro, de explorar uma mina ou uma fazenda, provavelmente não haveria muitos investimentos como mero resultado de cálculos frios.

Em relação à política fiscal (alicerçada pela LRF), uma vez que esta serve mormente para garantir superávits primários no pagamento de juros e amortização, os fornecimentos de serviços públicos de qualidade, via orçamento corrente, são prejudicados; bem como o investimento produtivo por parte do Estado, via orçamento de capital, se torna desprezível. Não à toa, dado que, como pode ser visto no Gráfico 16, o ônus proveniente da forma com que a política monetária é conduzida e da estrutura anômala do mercado Selic é representado por mais de 40%, há um bom tempo, dos gastos do orçamento, restando os outros menos de 60% para a divisão de todos os gastos de responsabilidade da esfera federal somando os repasse. Em 2014, por exemplo, o governo federal gastou R\$ 978 bilhões com juros e amortizações da dívida pública, quantia correspondente a doze vezes o que foi destinado à educação, onze vezes aos gastos com saúde e mais do que o dobro dos gastos com a Previdência Social (FATORELLI; ÁVILA, 2015). A política fiscal, nesse sentido, funciona como já havendo um ‘custo fixo’ oriundo do imbróglgio entre os mercados de dívida. Nas palavras de Lopreato (2008, p. 11),

A austeridade da política fiscal assumiu então o papel de peça central da roleta especulativa e avalista da ortodoxia monetária. Por isso, o sistema financeiro faz coro a favor do controle fiscal e defende o compromisso com a ideia de sustentabilidade da dívida, mas não se volta contra a prática contínua da política fácil de juros.

Gráfico 16 - Orçamento geral da união, 2014, (%)



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Fatorelli e Ávila (2015).

Segundo Hermann (2002a), essa visão padece de dois erros de diagnóstico do problema: por um lado, identifica o superávit primário do governo como um potente instrumento de controle da relação DLSP/PIB; por outro lado, negligencia os efeitos da política fiscal sobre o próprio produto. Assim, peca por negligenciar o papel da política monetária e do perfil que ela impõe à dívida pública nas condições financeiras do governo a cada período. Nesse sentido, o caminho virtuoso para a diminuição da relação DLSP/PIB passa não por um aumento *ex-ante* do superávit primário do governo, mas sim seu aumento *ex-post*, promovido pelo crescimento econômico. Isto, no entanto, requer uma taxa de juros baixa ou pelo menos decrescente, o que, como consequência, contribui também para reduzir o tamanho da dívida. Ademais, consoante Terra (2011), o setor público brasileiro não pareceu constituir estruturas públicas produtivas, ou qualquer outra forma de instituição pública guiada por uma lógica de rentabilidade, que oferecesse, em médio prazo, fontes de recursos ao setor público e, logo, ao financiamento da dívida pública. Nestas condições, o saldo positivo das contas primárias não funcionou como financiador do investimento produtivo, público e privado, essencial ao crescimento econômico, à geração de renda, emprego e riqueza ao País.

Como resultado, o Estado se torna refém de suas próprias armadilhas, não podendo atuar de forma proativa e anticíclica, e com precárias condições de financiamento do investimento, seja privado ou público, que gera emprego, renda e produto, pois é contaminado pela dívida pública cara de curto prazo¹¹⁶. Afinal, a precificação dos ativos nesse formato e a característica do mercado puxam os recursos para si, não deixando os outros mercados, como de capitais, se desenvolverem. Vale atestar, sobre isso, que Caballero e Krishnamurthy (2004), após analisarem dados históricos de vários países, chegaram à conclusão de que a pouca profundidade do sistema financeiro de algumas economias emergentes, em comparação com os países desenvolvidos, restringia a potencial eficácia anticíclica das políticas macroeconômicas. Por sinal, esse argumento independe da institucionalidade que se crie, nos moldes de Zysman (1983), mas vale atestar que o mercado de capitais tem ganhado cada dia maior importância para o financiamento do desenvolvimento nas economias capitalistas modernas¹¹⁷. Nesse sentido, há de se romper a visão de curto prazo que permeia a realidade brasileira há tanto tempo e encobre o potencial do financiamento privado de longo prazo.

¹¹⁶ A incapacidade do mercado de prover opções alternativas com alta rentabilidade, baixo custo e risco de mercado e de crédito faz com que o financiamento tivesse que ser deslocado para o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

¹¹⁷ No caso brasileiro, isso pode ser visto a partir da Lei 12.431, que incentiva o *funding* via mercado de capitais por meio de uma redução a zero da alíquota para investimentos de longo prazo.

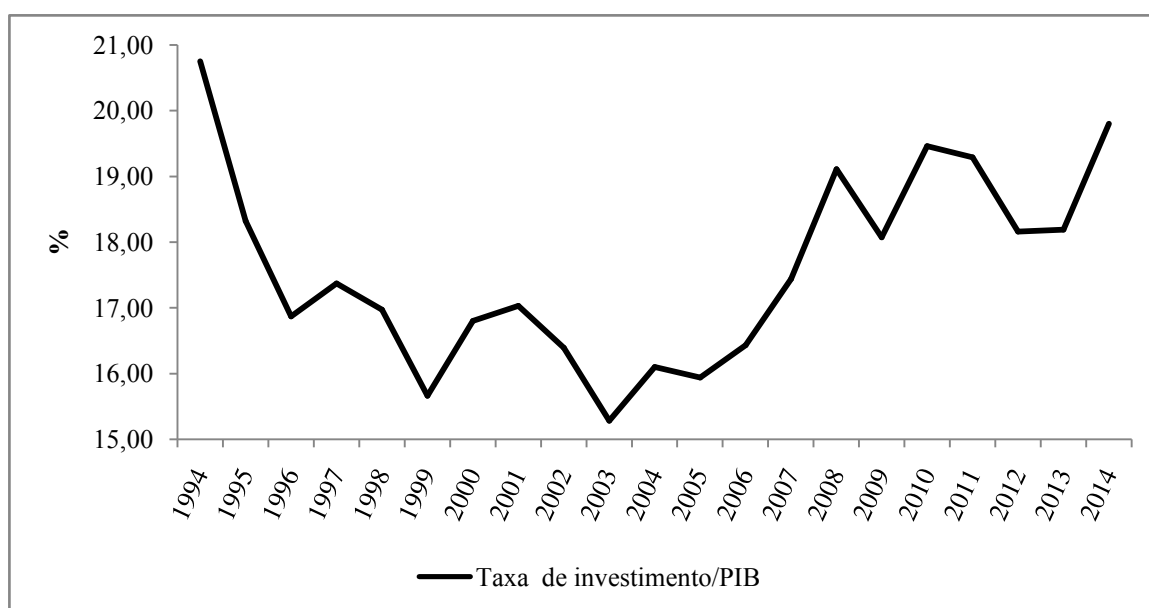
Afinal, na ausência de instituições e mercados financeiros desenvolvidos, em períodos de expectativas otimistas, os investimentos planejados podem ser financiados por alguma combinação entre ações, crédito de curto prazo e empréstimos externos, o que aumenta o grau de descasamento de prazos e, logo, leva a uma maior fragilidade financeira (PAULA, 2011). Por outro lado, Carneiro e Wu (2005) destacam que quanto mais sólido e seguro é o sistema financeiro, melhor ele desempenha o seu papel de intermediário, amenizando as questões temporais dos investimentos e receitas.

As políticas macroeconômicas, logo, perdem eficácia, possuem baixa harmonia, independência, autonomia e coordenação. O conjunto desses fatores, por sua vez, não estimula a construção de um ambiente institucional de negócios estável que seja propício ao investimento privado, pois não direciona os investidores às operações de longo prazo, não impulsionando, assim, o *animal spirits*. Esses pontos, por sinal, talvez expliquem boa parte dos motivos da taxa de investimento brasileira sobre PIB, medida pela FBCF, ser ainda relativamente baixa, como visto no Gráfico 17. Por sinal, esta, além de ser menor do que nos países do BRICS, possui forte rigidez para cima, sendo o patamar de 20% como um teto estrutural difícil de ser rompido, o que representa especialmente o contínuo e elevado custo de oportunidade constituído pelos investimentos financeiros ao investimento produtivo no Brasil (TERRA; SILVA, 2013). Assim, fica claro que o mercado Selic, tal qual o título dessa seção, representa um passado que ainda hoje é “pesado, inexaurível, sufocante” (FAORO, 2001, p. 887).

Uma vez que foram demonstrados os diversos ônus causados pelo quiproquó do mercado Selic brasileiro, caminhos a serem tomados para anularem ou ao menos amenizarem os constrangimentos que o País sofre podem ser pensados. Nesse sentido, a partir de agora, algumas possíveis recomendações são traçadas. É sabido que é muito difícil, na situação atual, contrariar a cultura consolidada há longo tempo, desconectando o mercado de reservas do BCB do mercado de dívida pública, ou, mais especificamente, do mercado Selic e da atuação do TN na sua política fiscal. Uma institucionalidade forte, enraizada na economia, foi criada num período de inflação alta e volátil, e sua ruptura não poderá ser feito da noite para o dia, afinal, há um casamento de conveniência entre credores e devedores nessa estrutura. Não é simples mexer com interesses consolidados e posições arraigadas em convenções e hábitos compartilhados em conexões estrutura-indivíduo, ainda mais quanto há convenções de desenvolvimento, nos termos de Erber (2011), que não enfrentam estes problemas, algo que pode ser encontrado nas raízes de governança que caracteriza o Estado brasileiro de dependência em relação ao passado com forte viés conservador. No entanto, é preciso que

atitudes compatíveis com o tamanho do problema a ser tratado sejam postas em prática de maneira a resolvê-lo de forma estável e definitiva, promovendo “[...] alterações institucionais capazes de superar a herança inflacionária presente no mercado de títulos públicos, aproximando as suas características de outras experiências.” (LOPREATO, 2008, p. 2), em que o risco de mercado é parte das regras do jogo e não se alimenta de aplicações no curto prazo.

Gráfico 17 - Taxa de investimento sobre o Produto Interno Bruto do Brasil, 1994 a 2014, anual (%)



Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Ipeadata (2015).

Nesse sentido, é preciso pensar um arcabouço institucional e políticas econômicas que subsidiem um caminho diferente que favoreça os negócios, sobretudo pelo fato de que a estabilidade macroeconômica alcançada desde 1994 e a convergência entre as expectativas de inflação e a inflação observada são pontos que permitem avançar a estrutura do mercado Selic no intuito de desfazer o emaranhado que o aproxima do mercado monetário de gestão da taxa básica da economia. Segundo Barbosa,

A questão que precisa ser levantada, com os arranjos que devem ser realizados para implementar um novo quadro legal, é se chegou ou não a hora do Banco Central introduzir mudanças importantes nos seus procedimentos operacionais, de forma que a taxa de juros das reservas do Brasil Central se tornem livres dos riscos dos títulos governamentais. (BARBOSA, 2006, p. 234)

Nesse trabalho, a resposta para essa questão é que, na realidade, passou da hora dessas mudanças, seja por parte do BCB, seja por parte do TN, e, preferencialmente, de forma coordenada. Moura (2006) chega a lançar, já no título de seu trabalho, a questão: até quando? Assim, deve-se parar de transferir o problema para o futuro, pois o “[...] mercado financeiro sinaliza, atualmente, que o futuro já chegou, e que esse jogo de postergar a decisão não pode mais ser adiado.” (BARBOSA, 2003, p. 26). Não se quer afirmar, com isso, que não se tenham custos, pois, de antemão, pode-se colocar que uma liberdade de risco da taxa de juros do *overnight* levaria ao aumento do risco, pelo menos no curto prazo, do prêmio de risco dos títulos governamentais. Apesar desse preço a pagar, acredita-se que o preço de se manter a estrutura tal qual ela é hoje é muito maior. Ou seja, há benefício social resultante da eliminação dessa distorção, a despeito dos possíveis custos fiscais envolvidos. Ademais, no longo prazo, a tendência é que se possa caminhar para a eliminação desse aumento de risco, desde que a nova institucionalidade se torne *embedded* na economia pela aceitação dos agentes sociais em um processo de causação reconstitutiva descendente. O próprio Barbosa (2006), aponta, em certo momento posterior do texto, nesse sentido:

Remover o prêmio de risco das reservas do Banco Central eliminaria um tipo muito especial de taxa que distorce o sistema de preços, a qual afeta toda a economia, promovendo, assim, um ganho de bem-estar à sociedade, bem como dando mais transparência ao regime fiscal. (BARBOSA, 2006, p. 237).

Sobre isso, Levy (2006) pondera que uma melhor administração da dívida pode levar a uma alocação de risco mais eficiente, da mesma forma que minorar os efeitos negativos causados pelo mercado Selic, entendendo que os custos que o TN teve que incorrer nos últimos anos para melhorar a qualidade de sua composição não significa complacência, mas, pelo contrário, o caminho para se chegar a uma estrutura de longo prazo mais saudável. No mesmo sentido, Mendonça, Medrano e Pires (2014) veem que a elevação do custo da dívida se dá com a redução do risco sistêmico incidente sobre a dinâmica da DLSP, constituindo-se enquanto uma política de ‘blindar’ a dívida pública, aceitando o custo decorrente de tal blindagem.

Por sinal, Carvalho, Goldfajn e Parnes (2006), a partir de exercícios de simulação, tentam quantificar o custo de redução das LFTs na composição da dívida pública. Segundo eles, um rápido aumento na participação dos títulos prefixados, em 5% a cada trimestre, com

redução simultânea das LFTs, causaria um impacto direto de pouco mais de 1% sobre o PIB na dívida, concluindo que os resultados dos exercícios indicam um custo relativamente baixo para a redução da parcela da DPMFi representada pelas LFTs¹¹⁸. Logo, a pergunta que se segue à digressão realizada até aqui é: o que falta para que o processo completo de estabilização macroeconômica se finalize? Em relação aos fundamentos externos e de seus desdobramentos sobre a volatilidade e previsibilidade inflacionária, via taxa de câmbio, parece claro que os requisitos já foram cumpridos, como destacado anteriormente e, de maneira intencional, ponto praticamente ignorado nesse capítulo. Aonde, então, ainda é preciso avançar? Repetindo as acertadas palavras de Coutinho e Borges (2007):

Parece clara a necessidade de estancar a alta dívida pública mobiliária interna, reduzir a taxa de juros real e diminuir a volatilidade do crescimento econômico, três fatores que guardam relação de causalidade recíproca. A redução da dívida interna e a melhora de seu perfil (prazo e composição) abrem espaço para uma queda mais rápida dos juros, que, por sua vez, contribui para nova dinâmica da própria dívida e outra melhora de seu perfil, criando-se, desse modo, um círculo virtuoso. Uma situação fiscal menos frágil, por sua vez, permite uma política monetária mais eficaz, viabilizada por uma melhor composição da dívida, com o aumento de sua *duration*, ampliando o efeito-riqueza decorrente de mudanças na taxa básica de juros pelo Banco Central. (COUTINHO; BORGES, 2007, p. 350).

E continua,

Em suma, tal combinação de avanços pode abrir espaço para que as políticas monetária e fiscal sejam anticíclicas em relação à economia do resto do mundo; e isso, por seu turno, favorece a redução da volatilidade do crescimento do produto. Menos volatilidade quer dizer mais previsibilidade, o que, alternativamente, é um fator propulsor do investimento privado (empresarial e residencial), pois estimula o mercado de capitais e realimenta a sustentação de uma trajetória mais robusta de crescimento. (COUTINHO; BORGES, 2007, p. 350).

Desse modo, algumas recomendações podem ser elencadas. A primeira solução para reduzir parte importante dos problemas, seria, como coloca Barbosa (2006), ter um regime fiscal em que os títulos não tivessem risco. No entanto, isso não é possível e, logo, outras opções devem ser pensadas. Uma delas é continuar melhorando a composição da dívida, caminhando para títulos prefixados e indexados à índices de preços, sobretudo o IPCA, dado que a política monetária tem como âncora o regime de metas de inflação. O que faz sentido,

¹¹⁸ O exercício feito pelos autores adotam hipóteses *a priori*, não levando em conta algumas variáveis que podem ser importantes, como aumentos de risco. Para saber mais, veja Carvalho, Goldfajn e Parnes (2006).

pois, se o governo cumprir as metas de inflação mantendo-a em níveis baixos, ele acaba sendo recompensado com um decréscimo do custo da dívida pública. Ainda, títulos com essas características fariam com que o governo ficasse menos refém de alterações nas variáveis macroeconômicas. No caso brasileiro em específico, por ser um país de longa história inflacionária, os títulos indexados ao IPCA funcionariam como um comprometimento com a continuidade da estabilidade, evitando o retorno ao ‘fantasma do passado’. Ainda, Garcia (2001) destaca que títulos indexados à índices de preços ajudam no alongamento da dívida, mitigam significativamente o choque fiscal negativo quando o BCB tem que elevar os juros, e abrem caminho para instituições privadas captarem a longo prazo em reais, ao invés de recorrerem ao mercado externo.

Barbosa (2003) destaca que o governo não deveria emitir títulos indexados a taxa de juros Selic, mas sim apenas dois tipos: um de curto prazo, sem indexação, e outro de longo prazo, indexado a um índice de preços ao consumidor, o que, segundo ele, só seria possível quando o prêmio de risco da dívida reduzir, pois, caso contrário, a atribuição de preços aos títulos embutiria prêmios de riscos equivalentes à troca de seis por meia dúzia. Canuto (2006), vai além, e propõe a criação de um novo tipo de indexador: atrelado ao PIB. Segundo ele, seria interessante, especialmente em países emergentes, a emissão de títulos da dívida pública com rendimentos vinculados ao crescimento do PIB. A grande vantagem é ter um serviço da dívida que seria maior em momentos de crescimento mais rápido, mas, em compensação, menor quando a economia estivesse em fase de recessão ou baixa expansão. Ademais, a diversificação dos ativos e dos detentores destes também parece um ponto a ser reforçado sobre a gestão da dívida pública.

Além disso, outro ponto essencial é o alongamento do prazo médio da dívida pública. Sobretudo, o alongamento dos títulos prefixados, que ganharam destaque nos últimos anos, mas ainda continuam com prazo médio inferior a três anos. Mattos (2005) destaca que o resultado de tal ação se daria no sentido de isolar o orçamento de choques das taxas de juros e também estabelecer menores prêmios de termo, característicos de títulos de longo prazo. A elevação da parcela prefixada da dívida pública, ao aumentar sua *duration*, reduz a manifestação do efeito-riqueza sobre os detentores de títulos quando a AM aumenta os juros, trazendo maiores vantagens para as negociações à vista, o que leva ao desenvolvimento do mercado de dívida.

Carneiro e Wu (2005), por outro lado, acreditam que um aprofundamento do esforço fiscal para aumentar o superávit primário reduziria a DPMFi, sinalizando que a mesma está sob o controle do governo. Hermann (2002a) chega a decretar um parâmetro: ao menos 5% do

PIB. No entanto, a visão deste trabalho parte de uma lógica argumentativa inversa. Não seriam os superávits que teriam se mostrado pequenos frente aos juros nominais, mas estes que se mostraram muito grandes frente aos superávits obtidos. Assim, acredita-se que essa hipótese mostra-se parcial e equivocada, esquecendo que a suficiência (ou a falta dela) de algo em relação a uma coisa, é sempre uma grandeza relativa e que, no caso em questão, “A variável ‘rebelde’ tem sido o montante das despesas financeiras do governo, que insiste em ‘fugir’ às previsões e aos cálculos que orientam a fixação de metas para o superávit primário, bem como suas previsões periódicas.” (HERMANN, 2002a, p. 2). Ademais, os superávits primários em todos os anos desde 1999 sugere que o erro não se encontra na gestão fiscal propriamente dita, isto é, no manejo do orçamento público, mas sim no modelo de ajuste ou na gestão da própria dívida. Ou seja, a dívida cresceu em função dos elevados custos de rolagem da própria dívida, sobretudo na condução da política monetária em uma institucionalidade anômala, e não de desequilíbrios fiscais. Por sinal, com os crescentes gastos financeiros, a previsão de Emílio e Soares (2001), de que os superávits primários recorrentes reduziriam a NFSP, não foi concretizada.

Ademais, acredita-se, com base na pesquisa aqui realizada que, pelo contrário, da mesma forma que a política monetária tem que ganhar autonomia da política fiscal, a política fiscal precisa se desvencilhar da política monetária. Afinal, hoje, a política fiscal é clara subordinada da política monetária, supridora de superávits primários com o único intuito de pagar juros e amortizações da própria dívida, ônus criado pela condução da política monetária e intensificado pela estrutura do mercado Selic, algo, assim sendo, muito diferente do preconizado pela perspectiva keynesiana. Nesse sentido, o Estado deve parar de praticar o ‘jogo de *Ponzi*’, como chamou Barbosa (2003), pagando juros com mais endividamento público. Esses gastos, por sinal, são há muito tempo as principais despesas orçamentárias, ultrapassando a casa dos 40%, o que, naturalmente, reduz a capacidade de gastos correntes, na provisão de serviços sociais, e de capital, em investimentos produtivos.

Na relação entre essas duas políticas, não deve haver uma relação de ‘sinhozinho’ e ‘escravo’, mas uma liberdade mútua, o que não impede, mas, pelo contrário, reforça, a ideia de uma coordenação bem feita entre as duas políticas. Nesse cenário, as políticas monetária e fiscal podem, a curto prazo, atuar de maneira anticíclica, enquanto, a longo prazo, a política monetária, por um lado, pode perseguir a meta de taxa de inflação e a redução da taxa de juros; e a política fiscal, por outro lado, o incentivo ao investimento produtivo. Claramente, isso só será possível com uma mudança institucional do mercado Selic e uma contínua melhora da composição da DPMFi. Afinal, uma política fiscal só deve ser usada como

política anticíclica, consoante Barbosa (2003), quando a dívida pública for sustentável e o governo tiver capacidade de endividar-se, o que, na perspectiva keynesiana, é possibilitado pelo orçamento corrente superavitário. Afinal, na situação atual em que o governo paga um prêmio de risco na taxa de juros da dívida pública, um endividamento maior pode ocasionar maior prêmio da taxa de juros, agravando a situação do desemprego na economia, em vez de contribuir para a sua redução: uma clara anomalia.

Outra recomendação diz respeito à redefinição de funções entre o BCB e o TN, que, há muito tempo vem sendo feita e nos últimos anos reforçada, melhorou bastante¹¹⁹, mas há de se ressaltar a necessidade contínua de avanços nesse sentido. De caráter mais simples e evidente, trata-se de fazer com que o instrumento de política monetária, a taxa Selic, deixasse de ser usado como indexador dos títulos públicos. De modo mais amplo, seria a extinção do mercado Selic ou pelo menos sua reestruturação, separando as políticas fiscal e monetária. Dito de outro modo, que o mercado de dívida pública funcionasse paralelamente ao mercado de reservas bancárias, sobretudo no mercado secundário. Só assim a fusão que existe hoje poderia ser de fato rompida. Nakano (2012) vai além, sugerindo o fim da Selic, pois só assim o juro pode ser reduzido.

Garcia e Salomão (2006) destacam que a melhoria do perfil da dívida deve ser analisada à luz de um arcabouço teórico que aborde o conjunto de riscos não diversificáveis (o risco sistêmico) contido nos títulos. Sendo risco sistêmico, para ele, aquele que não pode ser eliminado pela diversificação dos portfólios. Assim, ele envolve mais que a condução da política econômica ou das instituições em que esta se baseia e o ambiente contratual. Também envolve instituições subjacentes à governança da sociedade, como a estabilidade democrática e o funcionamento do poder judiciário. A interessante imagem utilizada pelos autores é a de um balão de gás inflado parcialmente: pode-se apertar uma parte do balão, retirando o gás desse local, mas essa ação, no entanto, não altera a quantidade de gás (risco sistêmico) no balão todo, apenas a desloca. Nesse ponto, outras dimensões também devem ser levadas em conta para a melhora do perfil da dívida pública, como a própria democracia e o funcionamento dos poderes judiciário, legislativo e executivo¹²⁰.

Wu (2006) vai além e destaca não só o risco sistêmico diretamente, mas também a intensidade com que tal risco é precificado. Se o prêmio está relacionado ao nível de risco

¹¹⁹ Algumas medidas nesse sentido podem ser citadas: fim da emissão de títulos por parte do BCB, facilitando a administração dos passivos do governo federal evitando que emissões concorrentes criem alta interdependência entre as políticas; aumento da transparência das ações, com diretrizes abertas ao público, permitindo maior acompanhamento e fiscalização; impossibilidade de o TN ser financiado pelas emissões do BCB, evitando a ocorrência de inflações fiscais; dentre outros.

¹²⁰ Os autores retratam os casos da Polônia, México e Israel como casos de sucesso nesse processo.

sistêmico, uma conclusão óbvia é que, ao reduzir o nível do risco, reduz-se o prêmio. Outra conclusão não tão óbvia é a de que é possível reduzir o prêmio por intermédio da redução do efeito do risco sobre o prêmio: ou seja, a sensibilidade ao risco, e não apenas sobre o próprio risco. E aí, mais uma vez a importância institucional entra em cena. Diferentes arranjos podem fazer com que uma mesma probabilidade de *default* impliquem um prêmio de risco maior, uma maturidade mais curta ou uma taxa de juros real mais elevada em comparações à outros países (como é o caso, segundo o autor, do Brasil *vis-à-vis* a Polônia, Israel e México). Muitas dessas mudanças estão fora do controle do país (como posições geográficas e aliados internacionais), mas muitas outras podem ser presumivelmente corrigidas pelo governo. Nesse sentido, seriam distorções nessas duas áreas que estariam associadas à sobrevivência, até hoje, dos mecanismos como a LFTs e da estrutura do mercado Selic. Lopes (2006), vai por outro caminho, sugerindo não o fim das LFTs, mas apenas a redefinição delas, aumentando o prazo desses títulos de forma gradual.

Figueiredo e Megale (2006) destacam a importância de uma tributação que favoreça fundos de resgate de longo prazo em oposição à fundos de curto prazo¹²¹. Assim, haveria um estímulo na forma de rendimento que funcionaria como um conhecimento direto na demanda por ativos. Os dois autores, assim como Levy (2006), também veem com bons olhos o incentivo dado ao ingresso do investidor estrangeiro, uma vez que estes costumam comprar ativos de prazos maiores. Franco (2006), no mesmo sentido, tem posição bem crítica às LFTs e é favorável à adoção de medidas regulatórias e tributárias que inibam seu uso, em prol do desenvolvimento do mercado de capitais. Segundo o autor, o caminho é o seguinte: o público exige liquidez diária, o regular assim o sanciona, os fundos são obrigados a carregar LFTs ou operações compromissadas remuneradas pelo *overnight*, e o TN e o BCB não têm dificuldade de rolar a dívida.

Com isso, o autor sugere a reforma dos procedimentos de zeragem adotados pelo BCB no mercado de reservas bancárias, com duplo objetivo de remunerar bem mais moderadamente o excesso de liquidez no *overnight* e introduzir alguma volatilidade na taxa Selic. Como resultado, a importância de operações compromissadas e os títulos prefixados para prazos específicos aumentariam naturalmente de importância, possibilitando a AM estabelecer metas de taxas para prazos superiores, procurando com isso fixar a taxa básica ‘para longe’ do *overnight*. A mudança de funcionamento nas operações de mercado aberto teria como consequência natural, segundo Franco (2006), a perda de interesse nas LFTs em

¹²¹ Tal qual a MPV que concede incentivo tributário para fundos de investimento cujas carteiras tenham prazo médio superior a 365 dias corridos.

comparação com o papel prefixado com o mesmo prazo, permitindo o alongamento das aplicações financeiras. Finalmente, Franco (2006) vê as LFTs da mesma forma que o presente trabalho: uma solução institucional engenhosa para um momento de crise no crédito público; uma vez que esse momento passou, as LFTS se tornaram uma conveniência da qual é difícil se livrar, da mesma forma que ocorreu com a indexação generalizada.

Carneiro e Wu (2005), por sua vez, consideram a necessidade de se diminuir a concentração de vencimentos, tal qual tem sido feita a passos lentos pela STN. Afinal, uma concentração de vencimentos, especialmente em uma conjuntura temporariamente desfavorável, acarreta em maiores risco de rolagem e, logo, em prêmios de risco maiores. Paula e Oreiro (2003), enfim, apresentam uma ‘estratégia keynesiana’ para a sustentabilidade de longo prazo da dívida. Esta se baseia no reconhecimento de que o produto efetivo está abaixo do potencial e que, portanto, é possível realizar uma grande redução da taxa nominal de juros mantendo-se a inflação sob controle e, ao mesmo tempo, alcançar um crescimento médio do PIB superior a 3%. Nessa estratégia, o superávit primário seria mantido, mas num patamar na casa de 3% do PIB. Como resultado, haveria uma redução da dívida pública com respeito ao PIB e redução dos ônus que esta causa sobre a economia brasileira. Com o exposto até o momento nesse trabalho, acredita-se que só reformando a institucionalidade do mercado Selic essa estratégia pode ser plausível.

O debate sobre esse tema não é, como é de se esperar, consensual. Isso não deve ser entendido, no entanto, como um fator negativo, mas mero reflexo da complexidade dos problemas envolvidos. Alguns dos argumentos ‘do outro lado da moeda’ podem ser apresentados. Moraes (2006) destaca que o fim das LFTs deve acontecer de ‘morte morrida’, a partir da continuidade do processo de reformas e aprimoramentos institucionais do ambiente macroeconômico do Brasil, recomendando evitar o que chama de artificialismos na composição da estrutura da dívida, a ‘morte matada’, sob pena de reviver um passado de crise econômica. Figueiredo e Megale (2006) também acreditam que se deva deixar o mercado funcionar livremente, sem gerar mudanças de composições e riscos artificialmente.

No entanto, o presente trabalho não acredita que o caminho natural de reformas e aprimoramentos consiga, por si só, apesar de auxiliar, dar fim ao imbróglio da dívida pública brasileira. *À la* Carneiro (2006), o nada fazer e aguardar que outras melhorias levem à um caminho profícuo, advindo do ceticismo que evita artificialismos, “[...] quer dizer persistir em reformar o Brasil com juros altos [...]” (p. 213), baixo investimento, crescente DPMFi, baixa diversificação dos ativos, etc. E é por isso que o autor argumenta que o regime de política monetária evoluiu nos últimos anos, conseguindo tirar do horizonte a inflação elevada, mas

sem trazer consigo a retomada do crescimento em bases sustentáveis, pois esta requer uma intermediação financeira menos dependente de garantias contra as oscilações normais da política macroeconômica de curto prazo. Nesse sentido, o posicionamento de Carneiro (2006) é a redução induzida das LFTs.

Por um lado, o funcionamento do mercado Selic só mudará com alterações institucionais (ou seja, de regras do jogo) intencionais de amplo escopo, pois isto jamais ocorrerá de forma natural. As regras formais, nesse sentido, são deliberadas por processos legislativos estatuídos e precisam de ‘artificialismos’, no termo de Moraes (2006), para ocorrerem. Nesse ponto, o papel do Estado e de suas políticas públicas, por ocuparem posição social privilegiada ao possuir legítimo poder legislador e garantidor das normas, é fundamental. Por outro lado, as LFTs constituem um hábito (ou regra informal) bastante enraizado na sociedade brasileira há mais de duas décadas. Nada leva a crer que esta rotina individual compartilhada simplesmente deixe de existir por forças de mercado ou pela iniciativa privada, ou que os mecanismos de financiamento e, sobretudo, de *funding* surjam espontaneamente pelo simples funcionamento do livre mercado. Isso não quer dizer que a evolução natural das coisas não possa levar a isso, pois seria um contrassenso dentro da própria perspectiva evolucionária institucionalista, mas que é pouco provável que parta dos indivíduos mudança de tal magnitude que não seja contemplada pela estrutura no processo de causação reconstitutiva descendente, em especial por serem títulos que dão *hedge* ao processo de tomada de decisão, reduzindo a incerteza. Nas palavras de Franco (2006),

[...] o fato é que as condições excepcionais foram ultrapassadas [inflação e alta volatilidade], mas as instituições que então se desenvolveram, e que são sintetizadas pelas LFTs, mantiveram-se intactas. E como estamos tratando de instituições, não devemos esperar que a mudança de ambiente em si determine espontaneamente a sua modificação em curto espaço de tempo. (FRANCO, 2006, p. 275).

Alguns autores (como Resende (2006), Arida (2006) e Moraes (2006)) acreditam que as LFTs continuam a ter importância na dívida pública, e sua parcela na DPMFi é mero reflexo do risco sistêmico ainda presente na economia brasileira, em razão principalmente da falta de uma consolidação fiscal que dê completude à estabilização, do *peso problem* e da incerteza jurisdicional. Ainda, os títulos de indexação financeira diária, para estes autores, são uma alternativa para reduzir o descasamento da intermediação financeira quando a alta incerteza cria uma forte preferência pela liquidez. Assim, o fato de estarem presentes no cardápio de alternativas seria positivo. Sua prevalência na composição, sinal de que a

percepção de incerteza é elevada. Arida (2006), por sua vez, chega ao extremo de defender que as LFTs não causam altas taxas de juros e inibem o florescimento dos mercados de longo prazo, eliminando a noção de existência de preferência irracional ou cultural para aplicações em LFTs. Ainda, diferente do que já exposto nesse trabalho, o autor acredita que não vale o custo de se reduzir ou eliminar as LFTs pelo fato da alternativa ser validar prêmios de risco muito elevados na emissão de títulos mais longos.

Finalmente, Moraes (2006) crê que a alta proporção de LFTs não é um problema de oferta, e sim de demanda, pois, caso contrário, não haveria explicação para o fato de outros países não terem seguido o exemplo do TN. Ou seja, em países com uma curva de juros bem definida, não há procura pelo tipo de seguro que esse título oferece. O ponto a se ressaltar aqui é que as LFTs fizeram sentido num período específico da história brasileira, de inflação volátil e alta, e que o problema recai no fato da incapacidade de mudança quando do fim do processo inflacionário. Ou seja, a regra foi posta e, naquele ambiente, aceita, virando instituição enraizada na sociedade. Depois desse processo concluído, é difícil desintegrá-lo. Obviamente, colocar tal institucionalidade em países desenvolvidos não trará benefícios e demanda pelo ativo. Agir contra essa estrutura e esses títulos pode fazer, diferente do exposto por tais autores, um círculo virtuoso, e não artificialidades sem sentido. Por sinal, Moraes (2006) acreditava, em 2005, que no momento em que as taxas de juros conseguissem chegar em patamares menores que 12%, as LFTs morreriam ‘de morte morrida’, o que, é claro, não ocorreu. Talvez só a ‘morte matada’ seja suficiente.

Cabe ao governo, na visão desses autores, apenas reduzir o risco sistêmico e aguardar para que a LFT diminua, caso seja esse o desejo do mercado. Nesse ponto, Resende (2006) acredita que há uma inversão no sentido da causalidade: não são as LFTs que causam os problemas de composição da dívida, mas, pelo contrário, a dívida é curta, cara e as LFTs continuam a ter tal peso relativo porque o risco sistêmico é alto. Sobretudo, há uma visão da possibilidade de alta brusca da taxa de juros com probabilidade zero de queda em igual proporção, aumentando a preferência por aplicações de curto prazo indexadas à taxa de juros diária. Assim, alongamentos artificiais da dívida não reduziriam o risco, pois é a redução da incerteza que leva ao alongamento, e não o alongamento que leva à redução da incerteza. Apesar de ter impacto sobre a taxa de juros, não se pode depositar toda a responsabilidade sobre o risco sistêmico nas explicações das inconsistências do Brasil, como se tem visto nesta dissertação. Para além, crer nesses pontos não deve levar ao extremo de nada se fazer, chamando políticas intencionais de mudanças de composição de artificialismos. Para além, mesmo que as LFTs ainda continuem fazendo parte do cenário brasileiro, é preciso diminuir a

parcela destas na DPMFi de forma a minimizar os ônus sobre a economia brasileira, sem esquecer, por outro lado, da necessidade mais profunda de mudança estrutural do mercado Selic. Resende (2006) sustenta, ainda, que a causa da baixa eficácia da política monetária é a persistência do desequilíbrio fiscal, o que, já foi perpassado várias vezes, não representa a visão do presente trabalho.

Enfim, espera-se que os objetivos centrais do presente trabalho tenham sido alcançados nesta seção. Por um lado, que se tenha percebido que é na história brasileira, em sua riqueza de acontecimentos, que se encontra a criação da estrutura hoje presente, sendo, naquele período, uma instituição funcional. Ainda, que os diversos planos de estabilização em nada mudaram essa estrutura, sobretudo o Plano Real e a concretização da estabilidade monetária, chamado aqui de reforma incompleta, entendendo que se escolheu pelo caminho mais seguro de não mexer em hábitos tão enraizados na economia, principalmente por se relacionar com o mercado monetário, uma vez que havia a possibilidade de perder os avanços alcançados. Por outro lado, que tenha ficado claro o porquê o mercado Selic é mais do que uma mera taxa de juros ou do que seu instrumento-símbolo, as LFTs, como o título dessa dissertação quer atestar, apreendendo as inúmeras implicações dessa institucionalidade sobre a DPMFi, a curva de juros, as políticas macroeconômicas, o financiamento do investimento e, de forma geral, o desenvolvimento econômico brasileiro.

Ainda, esse fato é somado pelo modo de condução da política monetária no RMI, que utiliza-se, quase que exclusivamente, da taxa de juros básica, pouco eficiente e defasada (como visto na seção anterior), e da compra de títulos públicos para alcançar a estabilidade do nível de preços. Com efeito, mesmo que os juros sejam reduzidos, o controle da liquidez para o alcance da meta de inflação implica um aumento da circulação de títulos públicos, “[...] pois, não há outro instrumento monetário para compensar uma menor taxa de juros. Logo, há meramente uma troca entre preço e quantidade: reduz-se o preço (ou seja, os juros) de cada título público emitido, mas aumenta-se a quantidade de títulos em circulação.” (TERRA; SILVA, 2013, p. 126). E é por isso que o ônus da dívida pública pode aumentar inclusive em momentos de redução da taxa básica de juros.

Isso, em síntese, faz com que haja um distanciamento do *policy-making* nacional das recomendações de políticas econômicas keynesianas, comprovando como o passado, apesar de parecer longínquo, ainda nos cerca de todos os lados¹²². Finalmente, espera-se que as recomendações de diversos autores tratadas nessa seção auxiliem nas formas de pensar um

¹²² Repetindo Prado Júnior. (2011), ao demonstrar os traços de continuidade da economia brasileira, sobretudo em relação ao sentido da colonização.

novo caminho a ser trilhado em relação ao mercado de dívida pública brasileiro, sobretudo no que diz respeito a sua institucionalidade (ou regras do jogo), conferindo uma nova relação micro-macro, indivíduo-todo, que represente um fardo menos pesado para o Brasil. Nas palavras de Minsky, é preciso que o governo se preocupe:

[...] com o processo da mudança estrutural das relações financeiras sobre a estabilidade [...] guiando a evolução das instituições, favorecendo a ampliação da estabilidade e desencorajando instituições e práticas que colaborem para o aumento da instabilidade. (1986, p. 314)

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A gestão da dívida pública no Brasil tem sido, recorrentemente, objeto de debate e inquietação, principalmente a partir da década de 1980. Essa gestão, vale dizer, tem importância em todas as economias capitalistas, mas, no Brasil, ganha contornos bem peculiares. O objetivo amplo desse trabalho foi exatamente analisar a história dívida pública brasileira, desde sua criação, até os dias atuais.

Resumidamente, em 1964 dá-se a efetiva criação de um mercado de dívida pública, apoiado pelas ORTNs e pela correção monetária. No mesmo ano, outorgava-se ao BCB a atribuição de efetuar operações de compra e venda de títulos públicos federais em operações de mercado aberto. A partir daí já se começava a confundir a atribuição das duas instituições. Em 1967, para somar, a gestão da dívida passa para um departamento do BCB, o GEDIP, transformando a AM num banco de dívida pública. Em fins da década de 70, com o aumento do volume e a dificuldade de realizá-los, tem-se a criação do mercado Selic. Com isso, um problema duplo estava criado: por um lado, as operações de mercado aberto de fins monetários, pelo BCB, e a emissão de títulos públicos de fins fiscais, pelo TN, davam-se no mesmo local, fundindo suas operações; por outro lado, essa nova forma de liquidação financeira fez com que os títulos públicos financeiros tornassem substitutos quase perfeitos das reservas bancárias, passando o BCB a intervir diariamente no mercado dessas reservas para fixar a taxa Selic, que passou a ser a taxa de juros básica da economia.

Em 1986, criam-se as LFTs no intuito de financiar o crescente déficit público e reduzir os custos de rolagem da dívida. Esses títulos são indexados à taxa Selic e, dessa forma, a dívida pública passou a ser rolada diariamente no *overnight* com liquidez garantida pelo BCB. No período de hiperinflação, essa institucionalidade teve sua importância, pois funcionou como moeda indexada, evitando que o País fosse para uma hiperinflação aberta com total rejeição da moeda por parte da população, protegendo da dolarização da economia. Em 1987, a gestão da dívida pública voltou para o TN, mas essa estrutura não foi alterada. Nos anos posteriores, nenhum plano de estabilização tocou nesse ponto.

Com o advento da estabilização a partir do Plano Real, em 1994, a estrutura do mercado Selic manteve-se intacta, uma vez que os *policy-makers* optaram por um caminho de maior segurança no combate contra a inflação. Hoje, 50 anos depois da institucionalização do mercado de dívida pública brasileira, mais de 30 anos após a instituição do mercado Selic e 20 anos de estabilização a estrutura do mercado, em sua essência, nada mudou, permanecendo

a estrutura anômala do sistema monetário e do mercado de dívida pública. Isso destaca o quanto essa estrutura se tornou algo *embedded* na economia brasileira, difícil e custosa de ser rompida, sobretudo em ambientes incertos por demais. Essa institucionalidade, hoje, não só não cumpre mais a sua função, como causa um elevado ônus à economia brasileira. Depois de tanto tempo com estabilidade no nível de preços, não há o porquê de continuar fundindo o curto e o longo prazo, o mercado monetário e o de dívida pública, o TN e o BCB. Nesse sentido, tal qual a herança portuguesa que Sérgio Buarque de Holanda (2011) aludiu em *Raízes do Brasil*, este trabalho objetivou demonstrar que há, em relação ao mercado monetário e de dívida pública, uma forte herança inflacionária. Ou seja, são problemas de memória longa difíceis de ser adequada a nova realidade.

Destarte, o Brasil acabou por se tornar “[...] 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.” (NAKANO, 2005, p. 11). Nesse sentido, o mercado de dívida pública (financiamentos em longo prazo) e o de moeda (sobras de caixa de bancos e empresas) tornaram-se uma coisa só no período de hiperinflação, e ainda são até hoje.

Como resultado desse imbróglio institucional, a política monetária de apenas um instrumento do RMI perde sua eficácia, uma vez que tem seus mecanismos de transmissão enfraquecidos, precisando utilizar-se das maiores taxas de juros do mundo. Ainda, a política fiscal serve como mera construção de superávit primário no pagamento de juros e amortização, os quais representam, há muito tempo, o maior ônus do orçamento geral da união: mais de 40%. Com isso, não só os investimentos produtivos por parte do Estado se tornam reduzidos, como o fornecimento básico de responsabilidade do governo é atrapalhado, quais sejam, saúde, educação, segurança, etc. Ainda, o financiamento de longo prazo, aquele que visa ao investimento, se torna precário. O mercado de crédito privado, o mercado de capitais e o TN têm um concorrente em comum que paga a taxa de juros Selic (altíssima, uma vez que embute os prêmios de risco de títulos da dívida pública) nas operações diárias de *overnight*, a mesma dos títulos de longo prazo da LFT, e que ainda garante liquidez imediata aos bancos. Diante desse concorrente, dificilmente qualquer um desses mercados conseguirá emitir títulos com características melhores.

Em resumo, a estrutura de juros no Brasil é totalmente incomum: a ponta curta da Selic monopolizando a captação de recursos e praticamente acabando com a diferenciação entre a taxa do *overnight* com a de longo prazo, o que, por sua vez, não permite que o

mercado de títulos de longo prazo se desenvolva (NAKANO, 2012, 2014). Como poucos investimentos produtivos têm a taxa de retorno maior do que estas taxas de juros, poucos no setor privado estão dispostos a emitir ativos financeiros, da mesma forma que o custo de oportunidade ao investimento produtivo, por parte do empresário, se torna absolutamente limitante, transferindo os recursos ao setor financeiro. Em resumo, o Brasil, por essas e tantas outras, distancia-se muito das recomendações de política econômica da perspectiva keynesiana, dificultando o desenvolvimento do País. Afinal, o que se tem é o predomínio de um mercado de dívida, pública e privada, concentrada no curto prazo, e que parte de um nível de juros bastante elevado, implicando uma estrutura a termo da taxa de juros quase que proibitiva ao investimento produtivo, o que explica o baixo investimento brasileiro.

Recentemente, tentativas de reduzir a taxa de juros básica foram colocadas em prática, inclusive com o auxílio de medidas alternativas como as de caráter macroprudencial. De fato, conseguiu-se alcançar, no fim de 2012, um patamar histórico de 7,25% a.a. No entanto, esse processo não conseguiu se sustentar e foi rapidamente revertido, reforçando a ideia de existência de convenções que mantêm a taxa de juros brasileira em altos patamares, como destacado por Modenesi e Modenesi (2014). Hoje, a taxa básica ultrapassa os 12%, sendo que, vale citar, em 2011 (NAKANO, 2011), dos quarenta países mais importantes do mundo, somente dez praticavam taxas reais de juros positivas. O Brasil era o primeiro colocado nessa lista, 5 p.p. na frente do segundo, o Chile, com média de 6%. Nesse sentido, acredita-se que só alterando a operacionalidade do BCB e do TN, do mercado monetário e de dívida, desemaranhando as relações malélicas entre essas esferas, que será possível reduzir os juros a níveis condizentes com a realidade internacional, que, por sua vez, são facilitadores do investimento produtivo. Ou seja, mudar as instituições (regras do jogo), que levam a mudanças nos hábitos e convenções (nos jogadores), e que, em processo de retroalimentação, leve à saída do *lock-in* em que se encontra a economia brasileira. Só assim será possível quebrar o ciclo vicioso entre restrições financeiras e fraco crescimento econômico e descortinar novas perspectivas no que diz respeito à qualidade e à potência das políticas macroeconômicas em seu papel anticíclico.

Ademais, é digno de nota, mesmo que a passos lentos, os avanços alcançados, mormente a partir de 2003, em relação à composição da dívida pública brasileira. Isso só foi possível via atuação proativa da STN. No entanto, com a mesma institucionalidade do mercado Selic e com a permanência de seu instrumento-símbolo, as LFTs, o avanço será sempre aquém do desejado. Não por menos, por um lado, a DPMFi cresce em níveis exorbitantes desde 1994, fruto dessa anomalia e do modo como a política monetária é

conduzida; por outro lado, mesmo com os níveis mais baixos de taxas de juros da história do Brasil, o custo da dívida não se reduziu, pois compensa-se a redução do preço (juros) por aumento da quantidade (emissão de títulos), sobretudo em um modelo de *one-target-one-instrument* tal qual o RMI. Sendo assim, o que se pode ver, no caso brasileiro, são tendências recentes, mas características estruturais. Nesse sentido, a solução para que se tenha a redução do custo de dívida pública e privada de longo prazo não decorrerá de maior poupança pública ou privada, nem virá com ganhos de credibilidade que o governo central conquiste. Necessariamente, a resolução passará pela reforma da institucionalidade do mercado Selic (TERRA, 2014).

De qualquer forma, a avenida já está aberta, haja visto os avanços na última década. Basta trilhar, a partir de agora, o caminho de mudanças mais profundas, de modo criativo, da gestão da dívida pública e da operacionalidade do BCB. Isso poderá abrir, no futuro próximo, espaço excepcional para o desenvolvimento do crédito, do mercado de capitais e dos instrumentos sofisticados de gestão de risco. Ainda, poderá travar o crescimento da DPMFi, reduzir a taxa de juros, e trazer as políticas macroeconômicas para caminhos mais profícuos. Não há motivos para o Brasil pagar uma conta tão alta recebendo apenas estabilidade de preços em troca: é possível alcançá-la de forma menos onerosa. Vale lembrar que nos países desenvolvidos há uma clara separação entre a gestão da dívida e os objetivos e responsabilidades da política monetária e que, para tanto, estes fizeram, no passado, reformas e aperfeiçoamentos das instituições e regras de operação do mercado monetário e de dívida.

Espera-se que esta dissertação sirva de contribuição para a busca de soluções que libertem a intermediação financeira de sua pesada herança dos tempos de alta inflação e abram caminho para menores taxas de juros, uma melhor alocação dos recursos nacionais, voltada especialmente ao investimento produtivo e às questões sociais, políticas macroeconômicas mais eficazes e alinhadas com o papel anticíclico, melhores condições de financiamento ao desenvolvimento e, de forma geral, um maior crescimento econômico dos anos vindouros. Sendo a dívida pública um dos principais ativos financeiros do País, acredita-se, como Terra (2014a), que qualquer mudança deve ser gradual, bem coordenada e, sobretudo, discutida com a sociedade. Ela, no entanto, passará necessariamente pelo mercado Selic e pelas LFTs.

Ainda, o BCB precisa ser parceiro próximo do sistema bancário nacional, pois são eles que representam a ponta curta do mercado Selic, aonde se faz a política monetária. Não se quer afirmar que estes avanços representariam uma panaceia, mas simplesmente que continuar com uma estrutura de um passado remoto até hoje não deixa o Brasil soltar-se das

amarras que ainda o prendem. Em tempos de discussões sobre ajuste fiscal, como o que o debate econômico e político vive no momento, talvez esse seja o ajuste que o País mais precisa que esteja em pauta para que se pense para além de arranjos conjunturais, buscando uma mudança estrutural de longo prazo na economia brasileira. Os caminhos a serem trilhados precisam ser pensados e definidos e as condições macroeconômicas possibilitam isso.

REFERÊNCIAS

ACEMOGLU, D.; JOHNSON, S.; ROBINSON, J. *Institutions as the Fundamental Cause of Long-Run Growth*. Cambridge: The National Bureau of Economic Research, May 2004. (NBER Working Paper, n. 10841).

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DE MERCADO ABERTO-ANDIMA. *Séries Históricas: dívida pública*. São Paulo, 1993.

ALVES, L. F.; SILVA, A. C. Planejamento estratégico da Dívida Pública Federal. In: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O. de; MEDEIROS, O. L. de. (Org.). *Dívida Pública: a experiência brasileira*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, 2009. cap. 2, p. 149-172.

AMARAL, R. Q.; OREIRO, J. L. A relação entre o mercado de dívida pública e a política monetária no Brasil. *Economia Contemporânea*, Rio de Janeiro, v. 12, n. 13, p. 491-517, set./dez. 2008.

ARESTIS, P.; PAULA, L. F.; FERRARI FILHO, F. A nova política monetária: uma análise do regime de metas de inflação no Brasil. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 18, n. 35, p. 1-30, 2009.

ARIDA, P. As Letras Financeiras do Tesouro em seu vigésimo aniversário. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). *Mercado de Capitais e Dívida Pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2006. Cap. 9, p. 229-244.

_____. *Essays of Brazilian Stabilization Programs*. 1992. Tese (Doutorado em Economia) - Department of Economics, Massachusetts Institute of Technology, Massachusetts, 1992.

ARIDA, P.; BACHA, E. L.; LARA RESENDE, A. Credit, interest, and jurisdictional uncertainty: conjectures on the case of Brazil. In: GIAVAZZI, F.; GOLDFAJN, I.; HERRERA, S. (Org.). *Inflation Targeting, Debt, and the Brazilian Experience: 1999 to 2003*. Cambridge: The MIT Press, 2005. p. 265-293.

ARTHUR, W. B. Competing Technologies Increasing Returns and Lock-in by Historical Events. *Economic Journal*, Cambridge, v.99, p.116-131, mar. 1989.

ATKINSON, G.; OLESON JÚNIOR, T. Commons and Keynes: Their Assault on Laissez Faire. *Journal of Economic Issues*, Salisbury, v. 32, n. 4, p. 1019-1030, 1998.

BACHA, E. O Fisco e a Inflação: uma interpretação do caso brasileiro. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 14, n. 1, p. 5-27, jan./mar. 1994.

BAILEY, J. Public sector debt: end march 1999. *Quarterly Bulletin of the Bank of England*, Londres, v.31, n. 3, p. 324-337, Nov. 1999.

BALEEIRO, A. *Uma Introdução à Ciência das Finanças*. 11. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 1976.

BANCO CENTRAL DO BRASIL - BCB. *Atas das Reuniões do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil*. Brasília, 2000-2014. Disponíveis em: <<http://www.bcb.gov.br/?ATACOPOM>>. Acesso em: mar. 2015.

_____. *Dez Anos de Metas para a Inflação: 1999 - 2009*. Brasília, 2011.

_____. *Gestão da Dívida Mobiliária e Operações de Mercado Aberto*. Banco Central do Brasil: Brasília, 2013. (Série perguntas mais frequentes, n. 48)

_____. *MUS: Manual do Usuário do Selic*. Brasília, 2014.

_____. *Séries Temporais*. 2015. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/?TIMESERIESEN>>. Acesso em: fev. 2015.

BARBOSA, F. de H. A indexação dos ativos financeiros: a experiência brasileira. *Ensaio Econômicos*, São Paulo, n. 194, p. 1-18, ago. 1992.

_____. A estabilização inacabada. *Revista de Economia Mackenzie*, São Paulo, ano 1, n.1, p. 11-26, 2003.

_____. O mistério da taxa de juros real. *Conjuntura Econômica*, Rio de Janeiro, v. 59, n. 11, p. 13, nov. 2005.

_____. *O Sistema Financeiro Brasileiro*. Brasília, 1995. Mimeografado.

_____. The contagion effect of public debt on monetary policy: the brazilian experience. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 26, n. 2, p. 231-238, April/June 2006.

BATEMAN, B.W.; DAVIS, J.B. (Ed.). *Keynes and Philosophy: essays on the origin of Keynes's thought*. Aldershot: Edward Elgar, 1991.

BEVILAQUA, A. S.; GARCIA, M. G. P. Debt management in Brazil: evaluation of the real plan and challenges ahead. *International Journal of Finance and Economic*, Chicester, v.7, n. 1, p. 15-35, Jan. 2002.

BOUÇAS, V. *História da Dívida Externa*. 2. ed. Rio de Janeiro: Financeiras, 1950.

BRASIL. Lei Complementar nº 101, de 4 de Maio de 2000. Estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, 05 mai. 2000. Seção 1, p. 1.

BRASIL. Ministério da Fazenda. *Ajuste Fiscal: Exposição de Motivos nº 756*. Brasília, 1998. Disponível em: <<http://www.fazenda.gov.br/portugues/fmi/emfmi.asp>>. Acesso em: fev. 2014.

_____. *Balanco do Setor Público Nacional (BSPN)*. 2010-2013. Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/pt_PT/balanco-do-setor-publico-nacional-bspn->>. Acesso em: mar. 2015.

_____. *Consolidação das Contas Públicas*. 2000-2009. Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/pt_PT/balanco-do-setor-publico-nacional-bspn->>. Acesso em: mar. 2015.

_____. *Plano Anual de Financiamento (PAF)*. 2015. Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/divida_publica/paf.asp>. Acesso em: mar. 2015.

_____. *Relatório Anual da Dívida Pública*. 2002-2014. Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/divida_publica/rad.asp>. Acesso em: fev. 2015.

_____. *Relatório Mensal da Dívida Pública*. Janeiro de 2002 a Dezembro de 2014. Disponível em: <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/relatorio-mensal-da-divida>>. Acesso em: mar. 2015.

_____. *Resultado do Tesouro Nacional*. 2000-2004. Disponível em: <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/-/historico-resultado-do-tesouro-nacional>>. Acesso em: mar. 2015.

BRESSER-PEREIRA, L. C. *O Coplazo de uma Aliança de Classes*. São Paulo: Brasiliense, 1978.

CABALLELLO, R. J.; KRISHNAMURTHY, A. Smoothing Sudden Stops. *Journal of Economic Theory*, Ithaca, v. 1, n. 119, p. 104-127, Nov. 2004.

CANUTO, O. Títulos indexados ao PIB. *O Estado de São Paulo*, São Paulo, p. 14, 18 de nov. 2006.

CANUTO, O. Títulos indexados ao PIB. *O Estado de São Paulo*, São Paulo, p. 16, 18 de nov. 2006.

CARABELLI, A. M. *On Keynes's Method*. Londres: Macmillan, 1988.

CARDOSO, F. H. Plano Fernando Henrique Cardoso: Exposição de Motivos. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 14, n. 395, p. 114-131, dez.1993.

CARNEIRO, D. D. Crise e Esperança: 1974-1980. In: ABREU, M. P. *et al.* (Org.). *A Ordem do Progresso: cem anos de política econômica republicana: 1889-1989*. Rio de Janeiro: Elsevier, 1990. cap. 11, p. 295-322.

_____. Letras financeiras do Tesouro e normalidade financeira: haverá um "peso problem"? In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). *Mercado de Capitais e Dívida Pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2006. cap. 7, p. 197-218.

CARNEIRO, D. D.; MODIANO, E. Ajuste Externo e Desequilíbrio Interno: 1980-1984. In: ABREU, M. P. *et al.* (Org.). *A Ordem do Progresso: cem anos de política econômica republicana: 1889-1989*. Rio de Janeiro: Elsevier, 1990. cap. 12, p. 323-346.

CARNEIRO, D. D.; WU, T. Y. H. *A qualidade da Dívida Pública*. Rio de Janeiro: Instituto de Estudos de Políticas Econômicas Casa das Garças, nov. 2005. (Texto para Discussão, n. 9).

_____. *Dominância Fiscal e Desgaste do Instrumento Único de Política Monetária no Brasil*. Rio de Janeiro: Instituto de Estudos de Políticas Econômicas Casa das Garças, mai. 2005a. (Texto para Discussão, n. 7).

CARNEIRO, R. M. *Desenvolvimento em Crise: (A economia brasileira no último quarto do século XX)*. São Paulo: Fundação da Editora UNESP (FEU), 2002.

CARVALHO, B.; GOLDFAJN, I.; PARNES, B. O que fazer com as Letras Financeiras do Tesouro? Estimando o custo de sua redução. *In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). Mercado de Capitais e Dívida Pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2006. cap. 16, p. 337-350.

CARVALHO, F. C. Keynes on probability, uncertainty and decision making. *Journal of Post-Keynesian Economics*, New York, v.1, n. 11, p. 66-81, 1988.

_____. Temas de política monetária keynesiana. *Ensaio FEE*, Porto Alegre, v. 1, n. 15, p. 33-61, 1994.

_____. *Economic Policies for Monetary Economies: Keynes' economic policy proposal for unemployment free economy*. Rio de Janeiro: IE-UFRJ, fev. 1995. (Texto para Discussão, n. 331).

_____. Financial Innovation and the Post Keynesian Approach to the Process of Capital Formation. *Journal of Post Keynesian Economics*, New York, v. 19, n. 3, p. 461-487, 1997.

_____. Políticas econômicas para economias monetárias. *In: LIMA, G. T.; SICSÚ J.; PAULA, L. F. (Org.). Macroeconomia Moderna: Keynes e a economia contemporânea*. Rio de Janeiro: Campus, 1999. p. 258-281.

_____. Equilíbrio fiscal e política econômica keynesiana. *Análise Econômica*, Porto Alegre, v. 26, n. 50, p. 7-25, 2008.

_____. Keynes and the Reform of the Capitalist Social Order. *Journal of Post-Keynesian Economics*, New York, v. 31, p. 191-212, 2008a.

CARVALHO, F. C. *et al. Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

CARVALHO, L. O. D.; MORAIS, J. F. M. de. Mercado primário da Dívida Pública Federal. *In: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O. de; MEDEIROS, O. L. de. (Org.). Dívida Pública: a experiência brasileira*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, 2009. parte 3, cap. 4, p. 359-382.

CASTRO, A. B. de. Ajustamento x Transformação: A economia brasileira de 1974 a 1984. *In: CASTRO, A. B. de.; SOUZA, Francisco Eduardo Pires de. A Economia Brasileira em Marcha Forçada*. 4. ed. São Paulo: Paz e Terra, 2004. parte 1, p. 11-98.

CASTRO, A. B.; SOUZA, F. E. P. *A Economia Brasileira em Marcha Forçada*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1985.

CASTRO, L. B. De. Privatização, Abertura e Desindexação: a Primeira Metade dos Anos 90. *In: GIAMBIAGI, F. Et al. (Org.). Economia Brasileira Contemporânea: 1945-2010*. 2 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011. cap. 6, p. 131-164.

COASE, R. The Nature of the Firm. *In: COASE, R. The Firm, the Market and the Law*. Chicago: University of Chicago Press, 1988. p. 1-31.

CODDINGTON, A. Deficient foresight: a troublesome theme in Keynesian economics. *The American Economic Review*, Nashville, v. 72, n. 3, p. 480-487, 1982.

COMMONS, J. R. Institutional Economics. *American Economic Review*, Nashville, v. 21, p.648-657, 1931.

_____. *Institutional Economics: Its Place in Political Economy*. New York: Macmillan, 1934.

CONCEIÇÃO, O. A. C. Os antigos, os novos e os neo-institucionalistas: há convergência teórica no pensamento institucionalista? *Análise Econômica*, Porto Alegre, v. 19, n. 36, p. 25-46, jan. 2001.

_____. O conceito de instituição nas modernas abordagens institucionalistas. *Revista de Economia Contemporânea*, Rio de Janeiro, v.6, n.2, p.119-146, jul./dez. 2002a.

_____. A relação entre o processo de crescimento econômico, mudança e instituições na abordagem institucionalista. *Revista Ensaios FEE*, Porto Alegre, v. 23, p. 603-620, 2002b. Número especial.

_____. Uma comparação entre os Antigos, os Novos, e os Neo-Institucionalistas. In: COLÓQUIO LATINO-AMERICANO DE ECONOMISTAS POLÍTICOS, 4., 2004, São Paulo. [Anais...]. São Paulo: FGV, 2004. p. 60-83.

_____. Além da Transação: uma comparação do pensamento institucionalista com os evolucionários e pós-keynesianos. *Revista Economia*, Brasília, v. 8, n.3, p. 621-642, 2008.

CONCEIÇÃO, O. A. C.; FERRARI FILHO, F. A noção de incerteza nos pós-keynesianos e institucionalistas: uma conciliação possível? *Nova Economia*, Belo Horizonte, v. 11, n. 1, p. 99-122, 2001.

CORAZZA, G. Dívida Interna: o Estado paga a conta. In: ENCONTRO DA ANPEC, 13., 1985, Vitória. [Anais..]. São Paulo: FGV: Anpec, 1985. v.1, p.132-146.

COTTRELL, A. Keynes's theory of probability and its relevance to his economics: three thesis. *Economics and Philosophy*, Cambridge, v. 9, n. 1, p. 25-51, 1993.

COUTINHO, L. G.; BORGES, B. L. A consolidação da estabilização e o desenvolvimento financeiro do Brasil. In: PINHEIRO, A. C.; OLIVEIRA FILHO, L. C. de. (Org.). *Mercado de Capitais e Bancos Públicos: análise e experiências comparadas*. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2007. p. 345-365.

CROTTY, J. Are Keynesian uncertainty and macrotheory compatible? Conventional decision making, institutional structures and conditional stability in Keynesian macromodels. In: DIMSKY, G.; POLLIN, R. (Ed.). *New Perspectives in Monetary Macromodels*. Ann Arbor: University of Michigan Press, 1994. p. 105-139.

CRUZ, P. R. D. *Dívida Externa e Política Econômica: A Experiência Brasileira dos Anos Setenta*. 1984. Tese (Doutorado em Economia) - Instituto de Economia, Unicamp, Campinas, 1984.

CUKIERMAN, A.; NEYAPTI, B.; WEBB, S. B. *Measuring the Independence of Central*

Banks and Its Effect on Policy Outcomes. Washington: The World Bank, 1992.

DANTAS, J. M. Uma tributação eficiente para o mercado de capitais. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). *Mercado de Capitais e Dívida Pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2006. cap. 3, p. 147-154.

DAVIDSON P. *Money and the Real World*. Nova York: John Wiley and Sons, 1972.

_____. Finance, funding and investment. *Journal of Post Keynesian Economics*, New York, v. 1, n. 9, 1986.

_____. *Controversies in Post Keynesian Economics*. Aldershot: Edward Elgar, 1991.

_____. *Post Keynesian Macroeconomic Theory*. Aldershot: Edward Elgar, 1994.

_____. Reality and economic theory. *Journal of Post Keynesian Economics*, New York, v. 18, n. 4, p. 479-508, 1996.

DEQUECH. Uncertainty in a strong sense: meaning and sources. *Economic Issues*, Sallisbury, v. 2, n. 2, p. 21-43, 1997.

_____. Expectations and confidence under uncertainty. *Journal of Post-Keynesian Economics*, New York, v. 21, n. 3, p. 415-430, 1999.

_____. Fundamental uncertainty and ambiguity. *Eastern Economic Journal*, Cambridge, v. 26, n. 1, p. 41-60, 2000.

_____. Uncertainty: individuals, institutions and technology. *Cambridge Journal of Economics*, Cambridge, v. 28, n. 3, p. 365-378, 2004.

DILLARD, D. A monetary theory of production: Keynes and the Institutionalists. *Journal of Economic Issues*, Salisbury, v. 14, n. 2, p. 255-273, 1980.

DINIZ, A. *et al.* Custos fiscais da política monetária: os efeitos indiretos de um choque de juros sobre a dívida líquida do setor público. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA DA ANPEC, 41., Foz do Iguaçu, 2013. [Anais...]. São Paulo: Anpec, 2013. p. 212-245.

DOSI, G. The nature of the innovative process. In: DOSI, G. *et al* (Ed.). *Technical Change and Economic Theory*. London, Pinter, 1988. p. 38-66.

DUGGER, W. The new institutionalism: new but not institutionalism. *Journal of Economic Issues*, Salisbury, v. 24, n. 2, p. 423-431, June 1990.

DUPONT, D.; SACK, B. *The Treasury Securities Market: overview and recent developments*. Washington: Federal Reserve Bulletin, Federal Reserve Board, dez. 1999.

EMÍLIO, D. R.; SOARES, G. B. A composição da dívida pública mobiliária federal. *Indicadores Econômicos FEE*, Porto Alegre, v. 29, n. 2, p. 102-123, ago.2001.

ERBER, F. S. As convenções de desenvolvimento no governo Lula: um ensaio de economia política. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 31, n. 1 (121), p. 31-55, jan./mar. 2011.

FAORO, R. *Os Donos do Poder: formação do patronato político brasileiro*. Rio de Janeiro: Globo, 2001.

FATORELLI, M. L.; ÁVILA, R. *Gastos com a Dívida Pública em 2014 Superaram 45% do Orçamento Federal Executado: Números da dívida: Auditoria Cidadã da Dívida*. 2015. Disponível em: < <http://www.auditoriacidada.org.br> >. Acesso em: mar. 2015.

FERNANDES, O. A.; TUROLLA, F. A. Uma revisão de quarenta anos dívida mobiliária interna (1964-2004). *Pesquisa & Debate*, São Paulo, v. 17, n.2, p. 215-236, 2006.

FERRARI FILHO, F. A economia de Keynes e as proposições keynesianas de política econômica. In: FERRARI FILHO, F. (Org.). *Teoria Geral Setenta Anos Depois: ensaios sobre Keynes e teoria pós-keynesiana*. Porto Alegre: UFRGS, 2006. p. 45-60.

FERRARI FILHO, F.; TERRA, F. H. B. O modus operandi das políticas econômicas keynesianas. *Cadernos IHU Ideias*, São Leopoldo, ano 10, n. 162, p. 3-18, 2012.

FERREIRA, C.K.L.; ROBOTTON, M.F.; DUPITA, A.B. *Política Monetária e Alongamento da Dívida Pública: uma proposta de discussão*. São Paulo: PUC-SP, 2004. (Texto para discussão, n. 9).

FERREIRA, E. *Public Debt Management and Monetary Policy in Brazil*. Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais (Ibmecc), 1974.

FIGUEIREDO, L. F.; MEGALE, C. O processo de alongamento da dívida pública mobiliária federal. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). *Mercado de Capitais e Dívida Pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2006. cap. 4, p.155-176.

FONSECA, M. W. Dívida pública: composição, transformações recentes e impacto na economia. *Economia & Tecnologia*, Curitiba, ano 04, v.13, p. 55-64, abr./jun. 2008.

FONSECA, P. C. D. Sobre a Intencionalidade da Política Industrializante no Brasil na Década de 1930. *Revista de Economia Política*, São Paulo, n. 89, p.133-148, jan./mar. 2003.

FONSECA, P. C. D.; MONTEIRO, S. M. M. O Estado e suas razões: o II PND. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 28, n. 1 (109), p. 28-46, jan./mar. 2008.

FRANCO, G. H. B. *O Plano Real e Outros Ensaios*. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1995.

_____. Notas sobre *crowding out*, juros altos e Letras Financeiras do Tesouro. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). *Mercado de Capitais e Dívida Pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2006. cap. 13, p 273-296.

FURTADO, C. *Formação Econômica do Brasil*. 34. ed. São Paulo: Companhia das Letras, 2007.

GARCIA, M. A estrutura da dívida pública no Brasil. In: SEMINÁRIO DE PESQUISA ECONÔMICA, 1998, Rio de Janeiro. [Anais...]. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1998. p. 73-87.

_____. *et al. The Structure of the Public Sector Debt in Brazil*. Rio de Janeiro: PUC-RJ/Departamento de Economia, 1999.

GARCIA, M. G. P. Dívida Pública: O ótimo é inimigo do bom. *Valor Econômico*, São Paulo, 22 jun. 2001, p. 36-43.

_____. *Public Debt management, Monetary Policy and Financial Institutions*. Rio de Janeiro: PUC-RJ, jun. 2002.

GARCIA, M. G. P.; SALOMÃO, J. Alongamento dos títulos de renda fixa no Brasil. *In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). Mercado de Capitais e Dívida Pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2006. cap. 2, p. 93- 147.

GERRARD B.; HILLARD, J. *The Philosophy and Economics of J. M. Keynes*. Aldershot: Edward Elgar, 1992.

GIAMBIAGI, F. *Evolução e Custo da Dívida Líquida do Setor Público: 1981-1992*. Rio de Janeiro: BNDES, 1996. (Textos para discussão, n. 36).

GIAVAZZI, F.; MISSALE, A. *Public Debt Management in Brazil*. Cambridge: National Bureau of Economic Research, March 2014. (National Bureau of Economic Research Working Paper Series, n. 10394).

GOBETTI, S. W.; SCHETTINI, B. P. Dívida líquida e dívida bruta: uma abordagem integrada para analisar a trajetória e o custo do endividamento brasileiro. *In: SANTOS, C. H. M. de.; GOUVÊA, R. R. (Org.). Finanças Públicas e Macroeconomia no Brasil: um registro de reflexão do IPEA (2008-2014)*. Brasília: IPEA, 2014, p. 533-592.

GOBETTI, S. W.; ORAIR, R. *Estimativa da Carga Tributária de 2002 a 2009*. Brasília: IPEA/DIMAC, 2010. (Nota Técnica do IPEA, n. 16).

GOUDARD, G. C.; TERRA, F. H. B. Política macroprudencial: uma leitura keynesiana. *Análise Econômica*, Porto Alegre, v. 33, p. 171-190, mar. 2015.

HERMANN, J. Financial System Structure and Financing Models: the Brazilian experience and its perspective (1964/1997). *Journal of Latin American Studies*, Cambridge, v. 34, part 1, p. 71-114, Feb. 2002.

_____. *A macroeconomia da Dívida Pública: notas sobre o debate teórico e a experiência brasileira recente (1999-2002)*. Rio de Janeiro: IE-UFRJ, 2002a. (Texto para Discussão, n. 835)

_____. Reformas, Endividamento Externo e o “Milagre Econômico” (1964-1973). *In: GIAMBIAGI, F. et al. (Org.). Economia Brasileira Contemporânea: 1945-2010*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011. cap. 3, p. 49-72.

_____. Auge e Declínio do Modelo de Crescimento com Endividamento: o II PND e a Crise da Dívida Externa (1974-1984). *In: GIAMBIAGI, F. et al. (Org.). Economia Brasileira Contemporânea: 1945-2010*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011a. cap. 4, p. 73-96.

HODGSON, G. M. Thorstein Veblen and post-Darwinian economics. *Cambridge Journal of Economics*, Cambridge, v. 16, n. 3, p. 285-301, Sept.1992.

_____. Institutional economics: surveying the 'old' and the 'new'. *Metroeconomica*, Bath, v. 44, n. 1, p. 1-28, 1993.

_____. The Return of Institutional Economics. In: SMELSER, N. J.; SWEDBERG, R. (Ed.). *The Handbook of Economics Sociology*. New York: Princeton University Press, Princeton & Russel Sage Foundation, 1994. p. 58-76.

_____. The ubiquity of habits and rules. *Cambridge Journal of Economics*, Cambridge, v. 21, p. 663-684, 1997.

_____. From Micro to Macro: The concept of Emergence and the Role of Institutions. In: INTERNATIONAL SEMINAR INSTITUTIONS AND ECONOMIC DEVELOPMENT: TOWARDS A COMPARATIVE PERSPECTIVE ON STATE REFORM, 1997, Rio de Janeiro. [Anais...]. Rio de Janeiro: UFRJ, 1997a. p. 136-151.

_____. On the evolution of Thorstein Veblen's evolutionary economics. *Cambridge Journal of Economics*, Cambridge, v. 22, p. 415-431, 1998a.

_____. The approach of institutional economics. *Journal of Economic Literature*, Pittsburgh, v. 36, p. 166-192, March 1998b.

_____. What is the essence of institutional economics? *Journal of Economic Issues*, Salisbury, v. 34, n. 2, p. 317-29, 2000.

_____. The hidden persuaders: institutions and individuals in economic theory. *Cambridge Journal of Economics*, Cambridge, v. 27, p. 159-175, 2003.

_____. Reclaiming habits for institutional economics. *Journal of Economy and Psychology*, New York, n. 25, p. 651-660, 2004.

_____. Generalizing Darwinism to Social Evolution: Some Early Attempts. *Journal of Economic Issues*, Salisbury, v. 39, n. 4, p. 899-914, Dec. 2005.

_____. What are institutions? *Journal of Economic Issues*, Salisbury, v. 40, n. 1, p. 1-25, Mar. 2006.

_____. Institutional Economics into Twenty-First Century. *Studi e Note di Economia*, Siena, v. 14, n. 1, p. 3-26, 2009.

HOLANDA, S. B. *Raízes do Brasil*. 26. ed. São Paulo: Companhia das Letras, 2011.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA-IPEA. *Dados de Macroeconomia*. In: _____. IPEADATA. Rio de Janeiro, 2015. Disponível em <<http://www.ipeadata.gov.br>>. Acesso em: ao longo de 2015.

KEYNES, J. M. *Treatise on Probability*. Londres: Macmillan, 1921.

_____. *Essays on Biography*. Nova York: W. W. Norton, 1933.

_____. The ex-ante Theory of the Rate of Interest. *Economic Journal*, Cambridge, v. 47, p. 663-669, 1937.

_____. How to Pay for the War. In: KEYNES, J. M. *The collected writing of John Maynard Keynes: essays in persuasion*. London : Macmillan, 1940. v. 9, p. 367-439.

_____. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Nova York: HBJ Book, 1964.

_____. A Tract on monetary reform. In: KEYNES, J. M. *The Collected Writing of John Maynard Keynes*. London: Cambridge University Press, 1971. v. 4, p. 37-54.

_____. *Essays in Persuasion*. London: Royal Economic Society, 1972. (The Collected Writings of John Maynard Keynes, v. 9).

_____. The general theory and after: defense and development. In: KEYNES, J. M. *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. Londres: Cambridge University Press, 1973. v. 14.

_____. *A Treatise on Money*. New York: AMS, 1976.

_____. The general theory and after: a supplement. KEYNES, J. M. *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. London: Royal Economic Society, 1979. v. 29.

_____. Activities 1940 – 1946: Shaping the Post-War world: employment and commodities. In: KEYNES, J. M. *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. London: Royal Economic Society, 1980. v. 27.

_____. *The Economic Consequences of the Peace*. New York: Penguin Books, 1988.

KREGEL, J. The past and the future of banks. *Quaderni di Recherche*, Viena, n. 21, p. 63-82, mar. 1998.

KRUGMAN, P. Thinking about the liquidity trap. *Journal of the Japanese and International Economies*, Tokio, n. 14, p. 221-237, 2000.

LAGO, L. A. C. do. A Retomada do Crescimento e as Distorções do “Milagre”: 1967-1983. In: ABREU, M. P. *et al.* (Org.). *A Ordem do Progresso: cem anos de política econômica republicana, 1889-1989*. Rio de Janeiro: Elsevier, 1990. cap. 10, p. 233-294.

LAWSON, T.; PESARAN, H. *Keynes' Economics: methodological issues*. Armonk: M. E. Sharpe, 1985.

LEITE, M. G.; ARVATE, P. R. Uma visão institucional para a dívida pública no Brasil. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 22, n. 4 (88), p. 69-84, out./dez. 2002.

LEVY, J. V. F. Política econômica e alongamento dos títulos públicos no Brasil. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). *Mercado de Capitais e Dívida Pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2006. cap. 5, p. 177-186.

LOPES, F. L. A questão do alongamento da dívida pública. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). *Mercado de Capitais e Dívida Pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2006. cap. 15, p. 329-336.

LOPREATO, F. L. C. *Problemas de Gestão da Dívida Pública Brasileira*. Campinas: IE/UNICAMP, jan. 2008. (Texto para discussão, n. 139).

LOUREIRO, A. S.; BARBOSA, F. H. *Dívida Pública e Prêmio de Risco dos Títulos Públicos no Brasil*. Brasília: Banco Central, nov. 2003. (Notas Técnicas do Banco Central, n. 42).

MARTONE, C. L. Análise do Plano de Ação Econômica do Governo (1964-1966). In: LAFER, B. M. (Org.) *Planejamento no Brasil*. São Paulo: Perspectiva, 1975. p. 187-203.

MATIAS-PEREIRA, J. *Finanças Públicas: a política orçamentária no Brasil*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

MATTOS, C. Aspectos teóricos da dívida pública: aplicações para o Brasil. In: MENDONÇA, F. (Org.). *A Dívida Pública Brasileira*. Brasília: Plenarium, 2005. p.73-107.

MENDONÇA, M. J. C.; MEDRANO, H. F.; PIRES, M. C. Administração e Sustentabilidade da Dívida Pública no Brasil: uma análise para o período 1995-2007. In: SANTOS, C. H. M. de.; GOUVÊA, R. R. (Org.). *Finanças Públicas e Macroeconomia no Brasil: um registro de reflexão do IPEA (2008-2014)*. Brasília: IPEA, 2014. p. 505-522.

MENDONÇA, H. F. de.; SILVA, R. T. da. Administração da dívida pública sob regime de metas para inflação: evidência para o caso brasileiro. *Economia. Aplicada*, São Paulo, v. 12, n. 4, p. 635-657, out./dez. 2008.

MINSKY, H. P. *Stabilizing an Unstable Economy*. New Heaven: Twentieth Century Fund Report, 1986.

_____. *Uncertainty and the Institutional Structure of Capitalist Economies*. New York: The Levy Institute of Economics, 1996. (Working paper, n. 155).

MODENESI, A. de M. *Regimes Monetários: teoria e experiência do Real*. São Paulo: Manole, 2005.

_____. *Convenção e Rigidez na Política Monetária: uma estimativa da função de reação do BCB (2000-2007)*. Brasília: Ipea, 2008. (Texto para discussão, n. 1351).

MODENESI, R. L.; MODENESI, A. M. Development Conventions: Theory and The Brazilian Case After the Mid-20th Century. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA (ANPEC), 42., 2014, Natal. [Anais...] São Paulo: Anpec, 2014. p. 231-254.

MOGGRIDGE, D. E. *Keynes*. Nova York: Modern Masters, 1976.

MOLLO, M. De L. R. *O Desequilíbrio do Balanço de Pagamentos do Brasil 1966-1975: o papel do endividamento externo*. Brasília: Editora Universidade de Brasília, 1977.

MORAES, P. L. B. de. As Letras Financeiras do Tesouro e o alongamento da dívida pública. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). *Mercado de Capitais e Dívida Pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2006. cap. 11, p. 255-260.

MOURA, A. R. Letras Financeiras do Tesouro: quousque tandem?. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). *Mercado de Capitais e Dívida Pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2006. cap.10, p. 245-254, 2006.

_____. Tributação no Mercado financeiro brasileiro e inconsistência temporal. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). *Mercado de Capitais e Dívida Pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2006. cap. 1, p. 43-92, 2006a.

NAKANO, Y. O regime monetário, a dívida pública e a alta taxa de juros. *Conjuntura Econômica*, Porto Alegre, v. 59, n 11, p. 10-22, nov. 2005.

NAKANO, Y. A transmissão dos juros para a inflação. *Valor Econômico*, São Paulo, p. 13-16, 08 abr. 2014.

_____. Por que a taxa de juros é tão alta? *Valor Econômico*, São Paulo, p. 9-12, 14 jun. 2011.

_____. Para reduzir juro, Selic precisa acabar. *Valor Econômico*, São Paulo, p. 6-8, 13 mar. 2012.

_____. A transmissão dos juros para a inflação. *Valor Econômico*, São Paulo, p. 7-8, 08 abr. 2014.

NECHIO, F. F. *A Importância da Dívida Cambial no Endividamento Público Brasileiro*. 2004. Dissertação (Mestrado em Economia) – Faculdade de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2004.

NELSON, R. R. Bringing institutions into evolutionary growth theory. *Journal of Evolutionary Economics*, Gainesville, v. 12, n.1, p. 17-28, 2002.

_____. What enables rapid economic progress: what are the needed institutions? *Research Policy*, California, v. 37, n. 1, p. 1-11, 2008.

NELSON, R.; WINTER, S. G. *An Evolutionary Theory of Economic Change*. Cambridge: Harvard University Press, 1982.

NETO, A. L. da S. *Dívida Pública Interna Federal: uma análise histórica e institucional do caso brasileiro*. Brasília: UnB, 1980.

NORTH, D. C. Institutions. *Journal of Economic Perspectives*, Pittsburgh, v. 5, n.1, p 97-112, Winter 1991.

_____. Economic performance through time. *The American Economic Review*, Nashville, v. 84, n. 3, p. 359-368, June 1994.

NOVAES, A. Mercado de capitais: lições da experiência internacional. In: BACHA, E. D.; OLIVEIRA FILHO, L. Chrysostomo de (Org.). *Mercado de Capitais e Crescimento Econômico: lições internacionais, desafios brasileiros*. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2005. cap. 11, p. 234-252.

O'DONNELL, R. M. *Keynes: philosophy, economics and politics*. Nova York: St. Martin's Press, 1989.

OLIVEIRA, F. A. *Economia Política das Finanças Públicas no Brasil*. São Paulo: Hucitec, 2009.

PARREIRAS, M. A. A estrutura institucional da dívida pública brasileira: origens e anomalias. *Boletim Informações FIPE*, São Paulo, n. 326, p. 24-29, nov. 2007.

_____. As interferências da dívida pública sobre a gestão da política monetária no Brasil. *Boletim Informações FIPE*, São Paulo, n. 330, p. 19-24, mar. 2008.

_____. A dívida pública brasileira e a gestão da política monetária no regime de metas. *Boletim Informações FIPE*, São Paulo, n. 331, p. 30-34, abr. 2008a.

_____. Uma análise empírica dos impactos da dívida pública sobre a política monetária. *Boletim Informações FIPE*, São Paulo, n. 332, p. 30-36, mai. 2008b.

PASSOS, A. de P. F.; CASTRO, P. de S. C. O Orçamento e a Dívida Pública Federal. In: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O. de; MEDEIROS, O. L. de. (Org.). *Dívida Pública: a experiência brasileira*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, 2009. parte 2, cap. 4, p. 219-242.

PASTORE, A. C. A reforma monetária do Plano Collor. In: FARO, C. de (Org.). *O Plano Collor: avaliação e perspectiva*. Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos, 1990. p. 64-87.

_____. Por que a política monetária perde eficácia? *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, v. 3, n. 50, p. 281-311, jul./set. 1996.

_____. As Letras Financeiras do Tesouro e a eficácia da política monetária. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). *Mercado de Capitais e Dívida Pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2006. cap. 12, p. 261-272.

PAULA, L. F. de. *Comportamento dos Bancos em Alta Inflação: teoria e experiência brasileira recente*. 1997. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1997.

_____. *Sistema Financeiro, Bancos e Financiamento da Economia: Uma Abordagem Pós-Keynesiana*. [Rio de Janeiro]: Universidade Estadual do Rio de Janeiro, 2011. p. 118. Tese de Professor Titular.

_____. Financiamento, Crescimento Econômico e Funcionalidade do Sistema Financeiro: Uma Abordagem Pós-Keynesiana. *Est. Econ.* São Paulo, vol. 43, n.2, p. 363-396, abr./jun. 2013.

_____. *Sistema Financeiro, Bancos e Financiamento da Economia: uma abordagem keynesiana*. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2014.

PAULA, L. F. de.; OREIRO, J. L. Uma estratégia keynesiana para a sustentabilidade de longo prazo da dívida pública. *Revista Análise Econômica*, Porto Alegre, ano 21, n. 39, p. 329-338, mar. 2003.

PAULA, L. F. de.; FERRARI FILHO, F. The legacy of the Real Plan and an alternative agenda for the Brazilian economy. *Investigación Económica*, México, v. 62, n. 244, p. 57-92, 2003.

PEDRAS, G. B. V. História da dívida pública no Brasil: de 1964 até os dias atuais. In: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O. de; MEDEIROS, O. L. de. (Org.). *Dívida Pública: a*

experiência brasileira. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, 2009. parte 1, cap. 2, p. 57-80.

PEREIRA, F. M.; PEDRAS, G. B. V.; GRAGNANI, J. A. Mercado secundário da Dívida Pública Federal. In: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O. de; MEDEIROS, O. L. de. (Org.). *Dívida Pública: a experiência brasileira*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, 2009. parte 3, cap. 6, p. 415-442.

PESSALI, H.. Nanofundamentos da macroeconomia: Keynes e o institucionalismo na Teoria Geral. *Revista de Economia*, Brasília, v. 32, n.2, p. 63-79, 2006.

PIMENTEL, J. T.; TUROLLA, F. A. *Dívida Pública Brasileira: características estruturais e tendências recentes*. Porto Alegre: Instituto de Economia Agrícola, mar. 2010. (Textos para discussão, n. 17).

PIPER, D.; DIAS, M. H. A. Inércia e rigidez para baixo: as características da dinâmica comportamental da taxa básica de juros da economia brasileira. In: ENCONTRO INTERNACIONAL DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA, 5., 2012, São Paulo. *Anais Eletrônicos...* São Paulo: FGV, 2012. p. 312-338.

PIRES, M. C. C. A Dívida Pública e a Eficácia da Política Monetária no Brasil. In: FINANÇAS Públicas: XIII Prêmio do Tesouro Nacional: Política Fiscal e Dívida Pública. Brasília, 2008. p. 13-54.

POLANYI, K. *The Great Transformation: The Political and Economic Origins of Our Time*. Boston: Beacon, 1944.

POSSAS, S. Concorrência e Inovação. In: PELAEZ, V.; SZMRECSÁYI, T. (Org.). *Economia da Inovação Tecnológica*. São Paulo: Hucitec, 2006. p. 13-41.

PRADO JÚNIOR, C. *Formação do Brasil Contemporâneo*. São Paulo: Companhia das Letras, 2011.

RESENDE, A. L. Estabilização e Reforma: 1964-67. In: ABREU, M. P. et al. (Org.). *A Ordem do Progresso: cem anos de política econômica republicana, 1889-1989*. Rio de Janeiro: Elsevier, 1990. cap. 9, p. 213-232.

_____. Em defesa dos títulos de indexação financeira. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). *Mercado de Capitais e Dívida Pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2006. cap. 8, p. 219-228.

REZENDE, F. *Finanças Públicas*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

ROCHA, K. de L. Estrutura institucional e eventos recentes na administração. In: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O. de; MEDEIROS, O. L. de. (Org.). *Dívida Pública: a experiência brasileira*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, 2009. cap. 2, p. 131-148.

RUNDE, J. Keynesian uncertainty and the weight of arguments. *Economics and Philosophy*, Cambridge, v. 2, n. 6, p. 275-292, 1990.

SAMUELS, W. J. The present state of institutional economics. *Cambridge Journal of Economics*, Cambridge, v. 19, p. 569-590, 1995.

_____. *The Legal-Economic Nexus: fundamental processes. Economics of Legal Relationships*. Ann Arbor: Taylor & Francis, 2007.

SANTOS, C. H. dos; RIBEIRO, M. B.; GOBETTI, S. W. *A Evolução da Carga Tributária Bruta Brasileira no Período 1995-2007: tamanho, composição e especificações econométricas agregadas*. Brasília: IPEA, 2008. (Texto para discussão, n. 1350).

SCHUMPETER, J. A. *Capitalism, Socialism and Democracy*. New York: Harper & Brothers, 1947.

SEABRA, L.; DEQUECH, D. Convenções financeiras e a taxa básica de juros no Brasil: uma primeira aproximação. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 34, p. 599-618, 2013.

SHACKLE, G. L. S. *Imagination and the Nature of Choice*. Edimburgo: Edinburg University Press, 1979.

SILVA, A. C. Origem e história da dívida pública no Brasil até 1963. In: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O. de; MEDEIROS, O. L. de. (Org.). *Dívida Pública: a experiência brasileira*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, 2009. parte 1, cap. 1, p. 33-56.

SILVA, A. C.; CABRAL, R.; BAGHDASSARIAN, W. Gerenciamento de riscos da Dívida Pública Federal. In: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O. de; MEDEIROS, O. L. de. (Org.). *Dívida Pública: a experiência brasileira*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, 2009. parte 2, cap. 3, p. 173-242.

SILVA, A. C.; GARRIDO, F. E. de P.; CARVALHO, L. O. de. Evolução recente do mercado de títulos da Dívida Pública Federal. In: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O. de; MEDEIROS, O. L. de. (Org.). *Dívida pública: a experiência brasileira*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, 2009. parte 3, cap. 1, p. 281-306.

SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O. De.; MEDEIROS, O. L. de. (Org.). *Dívida pública: a experiência brasileira*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, 2009.

SILVA, A. D. B. de M.; MEDEIROS, O. L. de. Conceitos e estatística da dívida pública. In: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O. de; MEDEIROS, O. L. de. (Org.). *Dívida pública: a experiência brasileira*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, 2009. parte 1, cap. 4, p. 101-130.

SILVA, C. G. da; PIRES, M. C. C.; TERRA, F. H. B. The effects of public debt management on macroeconomic equilibrium: An analysis of the Brazilian economy. *Economia*, Brasília, n. 15, p.174-188, 2014.

SILVA, P. A. *Desenvolvimento Financeiro e Política Monetária*. Rio de Janeiro: Interciência, 1981.

SIMONSEN, M. H. *30 Anos de Indexação*. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1995.

SIMONSEN, M. H.; CAMPOS, O. G. *A Nova Economia Brasileira*. Rio de Janeiro: José Olympio, 1974.

SKIDELSKY, R. *John Maynard Keynes: The economist as a Savior*. Londres: Penguin Books, 1994.

SKIDMORE, T. E. *Brasil: de Castelo a Tancredo, 1964-1985*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1988.

STANFIELD, J. R.. The scope, method and significance of original institutional economics. *Journal of Economic Issues*, Salisbury, v. 33, n. 2, p. 231–255, 1999.

STUDART, R. O sistema financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana à visão convencional. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 13, n.1 (49), jan./mar. 1993.

_____. *Investment Finance in Economic Development*. London: Routledge, 1995.

_____. The efficiency of financial systems, liberalization, and economic development. *Journal of Post-Keynesian Economics*, New York, v. 18, n. 2, p. 269-292, 1995-1996.

TAVARES, M. C. Auge e Declínio do Processo de Substituição de Importações no Brasil. In: TAVARES, M. C. *Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro: ensaios sobre economia brasileira*. Rio de Janeiro: Zahar, 1972. p. 217, 237.

TAVARES, R. G.; TAVARES, M. F. T. Títulos públicos federais e suas formas de precificação. In: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O. de; MEDEIROS, O. L. de. (Org.). *Dívida Pública: a experiência brasileira*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, 2009. parte 3, cap. 2, p. 307-338.

TAYLOR, J. A Core of Practical Macroeconomics. *The American Economic Review*, Nashville, v. 87, n. 2, p. 233-235, 1997.

TERRA, F. H. B. *A Dívida Líquida do Setor Público no Brasil Pós-Real: uma interpretação keynesiana*. 2011. Tese (Doutorado em Economia) - Programa de Pós-Graduação em Economia, Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2011.

_____. Sistema financeiro, bancos e financiamento da economia: uma abordagem keynesiana. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 23, n. 3 (52), p. 819-824, dez. 2014.

_____. Os dois ajustes. *Valor Econômico*, São Paulo, p. 36-38, 27 nov. 2014a.

Disponível em: < <http://www.valor.com.br/opiniao/3795286/os-dois-ajustes>>. Acesso em: 08 fev. 2015.

TERRA, F. H. B.; FERRARI FILHO, F. Keynesian economic policies: reflections on the Brazilian economy, 1995-2009. *CEPAL Review*, Santiago, n. 108, p. 111-126, Dec. 2012.

TERRA, F. H. B.; GOUDARD, G. C.. Incerteza, tomada de decisão, hábito e instituição: uma possível articulação entre keynesianos e neoinstitucionalistas. In: ENCONTRO INTERNACIONAL DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA, 7., 2014, São Paulo. [Anais...]. São Paulo: FGV, 2014, p. 193-215.

TERRA, F. H. B.; SILVA, G. J. C. A Armadilha ao investimento produtivo no Brasil: uma análise dos custos de oportunidade dos ativos financeiros. In: *DOSSIÊ da Crise IV: a*

economia brasileira na encruzilhada. São Paulo: Associação Keynesiana Brasileira (AKB), out. 2013. p. 87-106.

VEBLEN, T. *The Theory of the Leisure Class: An Economic Study in the Evolution of Institutions*. Nova York: Macmillan, 1899.

_____. The Limitations of Marginal Utility. *Journal of Political Economy*, Chicago, v. 17, n. 9, p. 620-636, Nov. 1909.

_____. *The Place of Science in Modern Civilization and Other Essay*. Nova York: Huebsch, 1919.

_____. *Essays on our Changing Order*. Ed. Leon Ardzrooni. Nova York: The Viking Press, 1934.

VERCELLI, A. *Weight of Argument and Economic Decisions*. Siena: Department of Economic Policy, 2010. (Finance and development working papers, n. 6).

VIEIRA, L. M. Marcos regulatórios e auditoria governamental da dívida pública. In: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O. de; MEDEIROS, O. L. de. (Org.). *Dívida Pública: a experiência brasileira*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, 2009. parte 2, cap. 5, p. 243-280.

VILLEVAL, M-C. Une théorie économique des Institutions. In: BOYER, R.; SAILLARD, Y. *Théorie de la régulation: l'état des savoirs*. Paris: La Découverte, 1995. p. 96-126.

WHEELER, G. *Sound Practice in Government Debt Management*. Washington, D.C.: World Bank, 2004.

WU, T. Y. Preço e maturidade da dívida: por que o Brasil é diferente? In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). *Mercado de Capitais e Dívida Pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2006. cap. 6, p. 187- 196.

ZYSMAN, J. *Government, Markets and Growth*. Londres: Cornell University Press, 1983.

_____. How institutions create historically rooted trajectories of growth. *Industrial and Corporate Change*, Oxford, v. 3, n. 1, p. 243-283, 1994.