

Moeda indexada, indexação financeira e as peculiaridades da estabilidade monetária no Brasil

Giuliano Contento de Oliveira¹

Resumo: O desvirtuamento da correção monetária e sua subsequente transformação em indexação financeira, entendida como a indexação dos títulos públicos federais à taxa de juros de curto prazo, foi uma importante característica da economia brasileira durante o contexto de alta inflação. Mesmo com o fim da alta inflação, contudo, a indexação financeira não foi eliminada, constituindo uma importante peculiaridade do processo de estabilização monetária no Brasil. Nessa perspectiva, o artigo discute a evolução da moeda indexada e da subsequente indexação financeira no Brasil, apontando as singularidades da estabilidade monetária no Brasil. Sustenta-se que o plano de estabilização monetária, decorrente da manutenção de um dos principais pilares de sustentação do regime de alta inflação, a saber, a indexação financeira, se, por um lado, foi funcional à lógica do Plano Real, por outro, provocou anomalias importantes na economia brasileira, entre as quais a baixa funcionalidade do sistema financeiro para financiar o desenvolvimento e a redução do grau de eficiência do canal de ativos da política monetária. Isso porque a indexação financeira tornou possível a existência de um ativo capaz de conciliar, ao mesmo tempo, altos graus de liquidez e rentabilidade. Conclui-se, dessa maneira, que a estabilidade macroeconômica no Brasil requer, entre outros fatores, a adaptação do arcabouço institucional que rege a relação entre os mercados de moeda e de títulos públicos ao regime de baixa inflação.

Palavras-chave: Quase-moeda. Indexação financeira. Estabilização monetária.

Indexed money, financial indexation and the peculiarities of the monetary stabilization in Brazil

Abstract: The distortion of monetary correction and its subsequent transformation in financial indexation, understood with the indexation of the federal public bonds with the money market interest rate was an important characteristic of the Brazilian economy in the high inflation context. But even with the end of the high inflation, the financial indexation wasn't eliminated, being a important peculiarity of the monetary stabilization process in Brazil. In this perspective, the paper discusses the evolution of the indexed money and the subsequent financial indexation in Brazil, showing the singularities of Real Plan. I argue that the partial character of the monetary stabilization plan, resulting from maintenance of a major support pillar of the high inflation regime, that is the financial indexation, if on one side was functional to the logic of the Real Plan, on the other hand caused important anomalies in the Brazilian economy, including the limited functionality of the financial system to finance the development and the decrease in the efficiency level of the asset price channel of the monetary policy. Because the financial indexation became possible the existence of one asset that combines at the same time high levels of liquidity and profitability. Therefore we can conclude that the macroeconomic stability require, among others factors, the adaptation of the institutional structure that conducts the relation between the money markets and the public bonds to the low inflation regime.

¹ Doutor em Economia pela Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP). Professor do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP). E-mail: giulianoliveira@gmail.com

Key-words: Near-Money. Financial Indexation. Monetary Stabilization.

Classificação JEL: E02; N26; O16.

Introdução

O Plano Real pode ser considerado um plano de estabilização monetária repleto de singularidades, decorrentes tanto das características peculiares assumidas pela dinâmica de aumento dos preços durante o regime de alta inflação, como da institucionalidade criada para evitar o fenômeno da substituição monetária naquele contexto.

A constante aceleração dos preços verificada no contexto de alta inflação impôs sucessivos aperfeiçoamentos do arcabouço institucional da moeda indexada no Brasil. A partir de meados dos anos 1980, contudo, consolidou-se a indexação dos títulos da dívida pública à taxa de juros de curto prazo, ou seja, a indexação financeira. Mais especificamente, a partir do Plano Cruzado, desconsiderando-se algumas interrupções apenas circunstanciais, o sistema de indexação passou a ser diário e ter como referência a taxa *overnight*. A indexação dos contratos a índices selecionados de preços cedeu lugar, dessa forma, à indexação financeira.

Esse arranjo radicalizou o entrelaçamento entre o mercado de dívida pública e o monetário, com a taxa do mercado monetário tendo-se consolidado como referência para a remuneração dos títulos públicos. Tal entrelaçamento implicou um amplo conjunto de anomalias para o funcionamento de uma economia, uma vez que tornou possível a existência de um ativo capaz de combinar altos níveis de liquidez e rentabilidade.

No Brasil, importa destacar que a estabilização monetária não foi acompanhada da supressão da indexação financeira, pois, sem esse expediente, certamente o financiamento do setor público teria sido dificultado, ou até mesmo inviabilizado, ante o papel central ocupado pela taxa básica de juros na lógica do plano, bem como a possibilidade de aumentos bruscos dessa taxa elevações essas capazes de impor perdas excessivas aos detentores de títulos públicos em caso de inexistência da indexação financeira.

Nessa perspectiva, o artigo discute a evolução do arcabouço institucional da moeda indexada e da indexação financeira no Brasil, apontando para as singularidades do Plano Real. Sustenta-se que o caráter parcial do plano de estabilização monetária, decorrente da manutenção de um dos principais pilares de sustentação do regime de alta inflação, a indexação financeira, se por um lado foi funcional para o propósito do estancamento do processo inflacionário, por outro concorreu para tornar o sistema financeiro brasileiro pouco funcional ao financiamento do desenvolvimento, bem como para reduzir a efetividade da política monetária.

Além desta introdução e da conclusão, o artigo está dividido em duas seções. Na primeira, discutem-se a origem, os condicionantes e algumas das principais resultantes do instituto da correção monetária e, por extensão, da moeda indexada no Brasil. A seguir, apresenta-se a principal razão pela qual a estratégia de estabilização monetária não envolveu a supressão da indexação dos títulos públicos à taxa de juros de curto prazo, bem como algumas das anomalias provocadas por esse sistema e algumas das propostas para a adaptação do arcabouço institucional que rege a relação entre os mercados de moeda e de títulos públicos ao regime de baixa inflação no Brasil.

1. A moeda indexada no Brasil: origem, condicionantes e consequências principais

Com a inflação elevada e crescente que prevaleceu na primeira metade da década de 1960, num contexto em que se fazia presente a Lei da Usura² e a cláusula de ouro³, os militares se empenharam na realização de uma reforma financeira orientada para viabilizar a mobilização de poupança e a dinamização do sistema de crédito. Isso porque a continuidade do processo de industrialização impunha a criação de um sistema de financiamento do consumo e do investimento⁴. Para viabilizar esse projeto, fazia-se indispensável a elevação da poupança financeira, que caiu substancialmente entre 1951-65⁵.

Para isso, a correção monetária constituía peça-chave, pois permitiria garantir a prática de taxa de juros real mesmo com inflação, protegendo o valor dos ativos financeiros da aceleração dos preços, mesmo sob a Lei da Usura. Com a reforma financeira, o Governo buscava reproduzir a estrutura de financiamento dos países adiantados, particularmente americana, a partir de uma estrutura segmentada, além de redefinir o sistema de financiamento dos setores público e privado (TAVARES, 1978a, p.140-41). Estabilização monetária e modernização institucional eram, assim, os objetivos pilares da política econômica de Castelo Branco.

Diante disso, e considerando o contexto da reforma financeira realizada por Roberto Campos e Otávio Gouveia de Bulhões⁶ no Governo Castelo Branco (1964/67), em 1964, foram criadas as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN), instrumento que passou a cumprir o papel de referência legal de reajuste do valor nominal dos contratos, com valor corrigido pela inflação passada a partir de uma média móvel com defasagem de aproximadamente 5,5 meses⁷. Tal como concebida, a ORTN cumpriria papel decisivo para a modernização da tessitura institucional brasileira, um dos principais objetivos da gestão de Castelo Branco, bem como para estimular a poupança financeira⁸ e fomentar o financiamento de longo prazo⁹ (ALMEIDA, 1980).

² Decreto n. 22.626 de abril de 1933 que determina que a taxa máxima de juros que pode ser cobrada numa operação de crédito não pode ser superior a 12% ao ano, o dobro da taxa legal. No entender crítico de Simonsen (1995, p.14), tratou-se da estipulação da “ficção legal da moeda estável” no Brasil, que produziu distorções substantivas a partir do momento em que a inflação passou a superar o teto da taxa de juros.

³ Decreto n. 23.501 de novembro de 1933, segundo o qual os valores contratuais podem apenas ser estipulados e liquidados em moeda nacional.

⁴ De acordo com Cruz (1994), contudo, as grandes empresas industriais privadas, nacionais e estrangeiras, contavam com elevada autonomia financeira, ante a capacidade de geração de lucros a partir da prática de *markups* elevados, de acesso aos recursos externos (notadamente as filiais das multinacionais instaladas no país) e ao financiamento público subsidiado. Para o autor, essa elevada capacidade de mobilização de fundos pelo grande capital industrial constituiu a principal razão para o baixo desenvolvimento do sistema privado de financiamento de longo prazo, estando na origem do fracasso das reformas de 1965/67.

⁵ De acordo com Simonsen (1995, p.19), a relação entre depósitos a prazo e depósitos bancários caiu de 24,5% em 1951 para 4,0% em 1965. As operações com títulos de dívida, por seu turno, foram se tornando progressivamente insignificantes.

⁶ A orientação de política econômica era pautada no gradualismo do combate à inflação, pois as autoridades econômicas acreditavam que sua supressão imediata implicaria uma grande recessão. Por gradualismo, entende-se uma queda gradativa da inflação sem se apelar para a recessão econômica (SIMONSEN; CAMPOS, 1974, p.100).

⁷ Esse método prevaleceu, em geral, entre 1964 e 1976, com exceção do interregno 1972/74, em que se prefixou 40% da correção monetária. Tomava-se por base o Índice de Preços por Atacado (IPA). Em julho de 1976, foi reduzida a defasagem da indexação, ante o quadro de aceleração dos preços, além da inclusão de uma parcela de 20% prefixada na fórmula de cálculo da correção monetária. Com isso, buscava-se tornar a correção mais próxima da inflação corrente. Essa mudança, contudo, sub-remunerou as ORTNs, pois além de se utilizar o IPA-DI livre de variações acidentais e da defasagem ainda presente na fórmula, a inflação anual estimada para a parcela prefixada, de 15%, era muito inferior à inflação efetivamente registrada. Para maiores detalhes, ver Minella (1995, p.177-230).

⁸ De acordo com a versão oficial do Governo, a reforma financeira proporcionaria a prática de remuneração mais elevada para os poupadores e de juros menores para os investidores (ALMEIDA, 1980, p.10). Sabe-se, contudo, que o estímulo à poupança financeira não garante, por si só, a geração de poupança econômica (TAVARES, 1972, p.236).

⁹ Quando de sua criação, a ORTN constituía um título público de longo prazo (3 a 20 anos) corrigido trimestralmente e *a posteriori* a partir de um índice de preços (PAULA, 1997, p.65; MINELLA, 1995, p.183). Adicionalmente, criou-se a Unidade Padrão de Capital (UPC), um indexador que tomava como referência a variação da ORTN e que, logo de início, servia para referenciar os contratos de financiamento, com vistas a estimular o mercado habitacional. Com a UPC, então, criou-se uma nova unidade para os contratos, em substituição à moeda de curso forçado, o que viabilizou o estabelecimento de contratos financeiros em termos reais (SOCHACZEWSKI, 1980, p.308).

O instrumento da correção monetária introduziu o conceito de juro real explícito aplicado aos títulos públicos, em vez de juros nominais que embutiam uma estimativa de inflação futura, garantido a prática de juros reais positivos (BAER, 1996, p.90; p.154; HERMANN, 2005a). Com efeito, viabilizou-se a estruturação de um sistema de reajustamento do valor dos contratos de dívida e de seus encargos a partir da taxa de inflação, o que contribuiu para o financiamento não-monetário do setor público, ante a criação de um mercado de dívida pública.

Portanto, com a ORTN buscava-se dinamizar o mercado de dívida pública e a redução do financiamento monetário do Tesouro, além de lançar as bases para a estruturação do sistema de haveres financeiros e de créditos pós-fixados no contexto de combate gradual à inflação.

Inicialmente aplicado aos títulos públicos, com o passar do tempo, o sistema de indexação foi estendido para outros diversos instrumentos financeiros, incluindo dívidas corporativas a partir da Lei de Reforma do Mercado de Capitais de 1965 (Lei n.4.728) e de Resoluções emitidas pelo Banco Central, especialmente depois de iniciada a aceleração da inflação em 1974/75. Isso propiciou um crescimento rápido e substancial dos haveres financeiros líquidos em relação ao volume dos haveres monetários no Brasil, bem como dos empréstimos do sistema financeiro em relação ao PIB¹⁰, ante a proteção conferida pela correção monetária que estimulou o endividamento dos atores econômicos, incluindo o Governo, aumentando notadamente o crédito ao consumo. A existência de um ativo emitido pelo setor público e com proteção contra a inflação contribuiu, ainda, para centralizar a poupança financeira no Estado (TONETO Jr., 1992; MOURA E SILVA, 1979; TAVARES, 1978a; ZINI Jr., 1982). Contudo, a reforma financeira foi mal sucedida no que tange à estruturação de um sistema de financiamento de longo prazo¹¹ (CRUZ, 1994; TAVARES, 1972; 1978b; ZINI Jr., 1982; SOCHACZEWSKI, 1980, p.311).

Considerando o diagnóstico do Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG, 1964/66), bem como a opção por uma política de combate gradual à inflação, o sistema de correção monetária, articulado com a centralização da política de reajustamento dos salários, contribuiu para atacar diretamente ao menos duas das três principais causas da inflação assumidas pelo Governo, ainda que sob diferentes intensidades. Eram elas: o déficit público, o aumento dos salários em ritmo superior ao aumento da produtividade e o aumento do crédito às empresas (ALMEIDA, 1980, p.5). Assim, na perspectiva do diagnóstico do PAEG, a correção monetária viabilizaria o financiamento não-monetário do déficit público mediante a garantia de remuneração real aos credores, além de contribuir fortemente para o ajuste fiscal, considerando-se o efeito “Oliveira-Tanzi às avessas”¹². Ao mesmo tempo, e não menos importante, levando-se em conta a política de subcorreção dos contratos salariais, a indexação dos demais contratos à inflação significaria uma queda do salário médio real dos trabalhadores, o que reduziria a pressão de custos exercida pelo aumento dos salários acima da produtividade outra causa da inflação para os formuladores do Plano.

¹⁰ De acordo com os dados compilados por Zini Jr. (1982, p.97-98), a relação haveres financeiros/PIB, que caiu de 32,3% para 20,1% do PIB entre 1950/64, atingiu 41,3% no fim dos anos 1970, enquanto os empréstimos do SFN passaram de 15% do PIB em 1964 para 55,7% em 1979. Enfim, observou-se um aumento do grau de aprofundamento financeiro na economia brasileira, conforme destacado por Tavares (1978a), Zini Jr. (1982) e Sochaczewski (1980). A aceleração da inflação e a correção monetária, por seu turno, fizeram diminuir abruptamente a relação entre haveres monetários e financeiros, que passou de 92% em 1964 para 32,4% em 1979.

¹¹ Com o tempo, os bancos de investimento concentraram-se notadamente nos empréstimos de curto e médio prazo com garantias reais (notadamente capital de giro), tal como os bancos comerciais, enquanto as corretoras e distribuidoras se concentraram cada vez mais no mercado de títulos públicos, ao invés de ações. Isso fez com que a atrofiação do sistema financeiro privado de longo prazo não fosse subvertida com as reformas financeiras de 1964/65, sendo o crédito de longo prazo viabilizado pelas agências de desenvolvimento e pelo capital externo, inclusive pelas maiores facilidades oferecidas por esses canais *vis-à-vis* os bancos de investimento. Tratou-se, assim, de uma estrutura de financiamento que acomodava muito bem as possibilidades de captação de recursos no euromercado, articulando o sistema financeiro nacional ao internacional. Sobre esse ponto, ver adicionalmente Tavares (1972, p.210-263), Toneto Jr. (1992, p.95-211) e Baer (1986).

¹² Como as receitas fiscais eram indexadas à inflação e as despesas do Governo não, o aumento dos preços implicava uma redução do déficit público. Não menos importante, introduziu-se a cláusula de correção monetária para os débitos fiscais em atraso. Com efeito, o déficit fiscal do setor público passou de 4,2% para 1,1% entre 1964/66 (SIMONSEN, 1970, p.185).

A correção monetária *ex-post* também contribuiria para a estabilização monetária, ainda que gradual, pois contribuía para a resolução do conflito entre a política anti-inflacionária proposta pelo PAEG e a prática de deságios superestimados e em escala crescente. Com a generalização da prática do deságio no comportamento dos atores econômicos, mesmo que se processasse uma desinflação abrupta, que não era o objetivo do PAEG, ainda assim faria sentido, para os formuladores do Plano, a utilização da correção monetária, pois esse instrumento potencializaria a eficiência da política desinflacionária¹³. Ademais, os formuladores das reformas acreditavam que o instituto da correção monetária contribuiria para o aumento dos prazos das operações bancárias e, por extensão, do investimento. Isso porque, com a reforma financeira, o expediente da correção monetária neutralizaria os efeitos sobre as condições de empréstimos provocados pela combinação entre inflação e Lei da Usura, de um lado, e pela adaptação dos bancos comerciais ao contexto de alta inflação¹⁴, de outro (ALMEIDA, 1980).

Dessa maneira, pode-se afirmar que os formuladores do PAEG acreditavam que, ao evitar a superestimação da inflação e viabilizar a correção *a posteriori* dos contratos, a correção monetária contribuiria para tornar a política desinflacionária mais eficiente, especialmente se acompanhada de iniciativas para reduzir o componente de realimentação da inflação o que seria (e acabou sendo) realizado pela política de arrocho salarial. Não obstante, em contexto de aumento contínuo e generalizado dos preços, a correção monetária cumpriria uma função tão ou mais deletéria em termos de aumento dos preços, atribuindo-lhe um caráter fortemente inercial. O deságio, nesse caso, seria preferível à correção monetária *ex-post* (ALMEIDA, 1980, p.60).

Decerto o combate gradualista à inflação proposto pelo PAEG seria dificultado, se não impossibilitado, sem a institucionalização da correção monetária. Isso porque, sem esse instrumento, o financiamento não-monetário do déficit público a partir da criação de um mercado de dívida pública teria sido dificultado, ante a impossibilidade de se oferecer aos compradores dos papéis do Governo a garantia de recebimento de uma taxa de juros real positiva. Para Simonsen e Campos (1974, p.81), a correção monetária viabilizou, ainda, a neutralização das distorções ocasionadas pela aceleração dos preços ao longo do tempo, a despeito de já introduzir o componente de realimentação ao processo inflacionário. Martone (1975, p.70) salienta, ainda, que, à medida que se esgotavam as possibilidades de financiamento do desenvolvimento a partir do imposto inflacionário (poupança forçada), ante a incorporação da inflação às expectativas dos agentes, interpunha-se a necessidade de introdução de um mecanismo capaz de resgatar a capacidade de intervenção estatal na economia¹⁵.

¹³ Ao tomar por base a inflação passada recente e a perspectiva de aceleração dos preços, a prática do deságio acabou constituindo um vetor de aceleração dos preços, e não somente de realimentação inflacionária. Por essa razão, Almeida (1980, p.48) argumenta que o deságio inspirou a introdução da correção monetária. Essa prática, quando antecipa de forma superestimada a inflação, pode instituir uma dinâmica de aceleração descontrolada dos preços, de um lado, e concorrer para retardar os efeitos da política anti-inflacionária, podendo inclusive comprometê-la, de outro.

¹⁴ Isso porque os bancos conseguiam driblar as restrições da Lei da Usura e, com isso, lucrar mesmo em ambiente de alta inflação. De um lado, emprestavam a taxas efetivas bem acima das permitidas pela referida lei. De outro, empenhavam-se na captação de depósitos à vista, que rendiam 6% ao ano até 1965, 3% ao ano entre 1965/68, quando, a partir de então, passam a não ter qualquer remuneração. Lucravam, ainda, a partir da cobrança de comissões e de exigências de saldos médios dos clientes, o que lhes possibilitava a obtenção de *spreads* positivos, geralmente elevados. Operou-se, desse modo, o aumento substantivo da quantidade de agências bancárias entre 1950 e 1960, bem como a prática de correção monetária *a priori* sobre os títulos emitidos para atribuir viabilidade à captação de recursos. Essa adaptação dos bancos comerciais ao contexto inflacionário, ademais, condicionou fortemente a opção pela segmentação do sistema financeiro, com a Lei do Mercado de Capitais n. 4.728 de julho de 1965, a partir da qual se pretendia, adicionalmente, “enquadrar” o mercado paralelo de empréstimos (ALMEIDA, 1980, p.13-16; MOURA E SILVA, 1979, p.6; TONETO Jr., 1992, p.107; SIMONSEN, 1970, p.193-195; SIMONSEN, 1995, p.21). A exigência de reciprocidades exigidas pelos bancos junto aos tomadores de crédito constituiu uma constante ao longo dos anos 1970.

¹⁵ Para os formuladores do PAEG, não seria possível retomar o desenvolvimento num contexto de inflação acelerada (MARTONE, 1975, p.77).

Uma análise retrospectiva permite afirmar que a correção monetária cumpriu razoavelmente bem o papel originalmente concebido, enquanto conseguiu estabelecer perdedores no âmbito do processo distributivo, a despeito de ter significado o aumento da desigualdade de renda e a criação de um mecanismo propagador da inflação a partir do momento em que se mostrou politicamente impossível manter a política de arrocho salarial.

Para os formuladores do PAEG, a opção pela prática de políticas fiscais e monetárias restritivas para combater o processo de aceleração dos preços teria um custo social ainda maior¹⁶. O não alcance das metas estabelecidas pelo Plano e a aceleração da inflação a partir de 1974/75 ensejaram a continuidade da correção monetária ao longo do tempo, concebida originalmente como um mecanismo transitório (ALMEIDA, 1980, p.20). A correção monetária foi-se tornando não apenas cada vez mais generalizada, como também pactuada a partir de prazos progressivamente mais curtos. Nos termos de Almeida (1980, p.22):

[...] a correção monetária orgulho da “imaginação reformista” acabou enveredando por caminhos que o Governo ao introduzi-la preocupou-se tanto em evitar: foi sendo aplicada a operações de cada vez mais curto prazo; teve de conviver lado a lado com uma criação do “passado arcaico”, a correção prefixada representada no deságio; e de algo transitório e provisório acabou permanente, na medida mesmo em que a estabilidade se revelava ser nada além de mera ilusão.

A prática frequente de subindexação do setor salarial, conjugado ao provimento de subsídios livres de indexação para determinados setores econômicos predominantes (agricultores, industriais, etc.), concorreu para viabilizar a conciliação entre o crescimento econômico acelerado e o combate gradualista à inflação entre 1968-1973 (BAER, 1996, p.135). O expediente da correção monetária, contudo, apenas viabilizaria o financiamento não-inflacionário do setor público e, por extensão, o estímulo à poupança financeira, enquanto alguns contratos da economia não estivessem sujeitos ao sistema de indexação (ou, ao menos, a ele atrelados de outras formas), com destaque aos contratos salariais, de sorte a estabelecer uma relação lucros/salários crescente.

Isso ocorreu porque a generalização desse expediente para todos os contratos da economia, incluindo os salariais, ensejaria uma espiral inflacionária de caráter inercial, como acabou acontecendo no decorrer dos anos 1980 e durante a maior parte da primeira metade dos anos 1990, em sintonia com as quatro fases de progressão da inflação referendadas por Simonsen e Campos (1974, p.95).

De acordo com Simonsen e Campos (1974, p.95), na primeira fase, se um aumento de preços for acomodado por determinados grupos sob a forma de redução de sua participação na renda nacional, tem-se um aumento apenas transitório dos preços. Essa era a estratégia do PAEG. Na segunda fase, por sua vez, os grupos prejudicados conseguem reajustar os preços, caso em que o processo inflacionário tende a se repetir cronicamente. Na terceira, processa-se o encurtamento do período de reajustamento dos preços e salários. Finalmente, na quarta fase, além da recomposição da inflação passada, os atores econômicos buscam introduzir uma previsão de inflação em seus reajustamentos, caso que a inflação se torna generalizada, rumando para a hiper-inflação. Essa última fase retrata bem a realidade da economia brasileira nos anos 1980 e início dos 1990.

A partir do Governo Costa e Silva, a indexação começou a se generalizar, ante as pressões da sociedade em relação à política de arrocho salarial promovida pela fórmula utilizada no Governo Castello Branco que ao subestimar a inflação para os doze meses vindouros, estimada a partir do acordo coletivo, corroía o poder de compra do salário dos trabalhadores e, assim, tornava o sistema de indexação então em vigor politicamente insustentável. O reajuste automático e compulsório dos salários nominais começou, com efeito, a praticamente tomar como referência a inflação dos

¹⁶ O objetivo da prática de política monetária restritiva, especialmente em 1966, tinha o objetivo de apressar o ritmo de queda dos preços, a partir de sua influência sobre o componente deflacionário de regulação da demanda, tal como salientado por Simonsen e Campos (1974, p.103).

últimos doze meses. Isso, aliado à indexação dos demais preços do sistema, serviu de combustível ao processo de realimentação da inflação no Brasil (SIMONSEN, 1995, p.4).

Destarte, pode-se afirmar que a coexistência entre operações prefixadas e pós-fixadas, corrigidas pelas ORTN e, algumas, pela taxa de câmbio, esteve na base do desenvolvimento financeiro experimentado desde então, e que atingiu seu ápice em meados dos anos 1970 (MOURA e SILVA, 1979; MINELLA, 1995). Os haveres não-monetários, que no início da década de 1960 representavam menos de 10% do total de haveres financeiros da economia brasileira, passam a responder por mais de 2/3 no final dos anos 1970.

Importa destacar que a generalização da utilização da ORTN como referência para a correção dos contratos acabou convertendo-a em quase-moeda, à medida que a moeda corrente perdia progressivamente a função de padrão de preços para prazos superiores a algumas semanas ou mesmo dias. A moeda indexada, cumpre registrar, deve ser entendida como um ativo financeiro de altíssima liquidez, assumindo, por isso mesmo, a condição de quase-moeda, cujo valor de face se apresenta vinculado a um índice de reajuste que cumpre a função de indexador o qual pode tomar como referência a inflação passada (correção monetária) ou a taxa de juros de curto prazo (indexação financeira).

Ao funcionar como uma espécie de “muleta” para a função reserva de valor da moeda de curso forçado, o arcabouço institucional da moeda indexada contribuiu decisivamente para evitar o processo de substituição monetária nos anos 1980 e início dos 1990 no Brasil, quando a inflação se tornaria crônica em função do processo de realimentação provocada, paradoxalmente, pelo próprio sistema de indexação¹⁷. Esse mecanismo, contudo, processou-se em detrimento da parcela da população sem acesso a serviços e produtos financeiros e a partir da crescente fragilização fiscal do Estado, além de, praticamente, extinguir as operações de crédito com prazos mais dilatados. Cumpriu a função, ademais, de possibilitar aos grandes grupos econômicos industriais e financeiros a adaptação lucrativa ao quadro de instabilidade monetária aguda prevalecente na economia brasileira à época.

Com o segundo choque do petróleo, mais os reajustes semestrais dos salários a partir de 1979, inaugurou-se o período de “indexação acelerada” da economia brasileira (SIMONSEN, 1995, p.17)¹⁸. A aceleração dos preços induziu os agentes a lutarem pela manutenção de suas respectivas parcelas na renda nacional, o que generalizou o sistema de indexação e potenciou a aceleração dos preços. Os compradores de ORTNs e também, mais tarde, de Letras do Tesouro Nacional (LTN)¹⁹, conseguiam não apenas preservar, mas valorizar a riqueza financeira em contexto de alta inflação, ou seja, de instabilidade monetária (TAVARES, 1978a, p.150).

Nesse contexto, a eliminação do instituto da correção monetária foi-se tornando cada vez mais difícil, ante o aguçamento do processo inflacionário resultante de uma economia superindexada e exposta a choques de oferta²⁰. Além de fatalmente ensejar um processo de

¹⁷ Sobre a inércia inflacionária provocada pelos contratos com cláusula de indexação, bem como a alternativa de congelamento de preços e salários para conter o efeito da inflação passada sobre a inflação (conhecida de “choque heterodoxo”) que constituiu suporte para o Plano Cruzado (28/02/1986) ver Lopes (1986).

¹⁸ A fase da indexação acelerada (1980-85) sucede a de indexação moderada (1968-79) e precede a fase de choques e do descontrole (1986-93), segundo periodização de Simonsen (1995, p.17).

¹⁹ As LTNs, títulos públicos também prefixados, foram criadas em agosto de 1970, contando com prazos de resgates mais curtos do que as ORTNs, que em 1986 (Plano Cruzado) se tornariam OTNs e teria seu valor congelado por 1 ano. Enquanto as LTNs tinham prazo mínimo de 35 dias, as ORTNs, a despeito da correção trimestral, tinham prazo mínimo inicialmente de 3 anos e, depois, a partir de 1985, de 1 ano e até mesmo de 6 meses (no caso das ORTNs escriturais, ofertadas ao mercado no primeiro bimestre de 1986). No início de 1989, no contexto do Plano Verão, as OTNs foram finalmente extintas (PAULA, 1997, p.67; MINELLA, 1995).

²⁰ Além dos dois choques do petróleo, as máximas valorizações cambiais de 1979 e 1983, essa realizada já num sistema de reajustes salariais semestrais compulsórios e automáticos pela inflação passada, agudizaram a trajetória da inflação ao longo dos anos 1980, ante o quadro de superindexação (SIMONSEN, 1995).

substituição monetária *de facto*²¹, sua extinção imporá perdas aos credores e inviabilizaria o financiamento do Governo a partir da emissão de títulos públicos. Portanto, ao mesmo tempo em que realimentava o processo inflacionário, a correção monetária funcionava como uma “muleta” da função reserva de valor da moeda estatal. Essa institucionalidade cumpria, assim, o papel de evitar a hiper-inflação.

A volta dos riscos cambiais elevados ensejados pelos primeiros sinais da crise da dívida que eclodiria em 1982, a perda de confiança dos agentes nas ORTNs, notadamente em função da desastrosa prefixação da correção monetária²² e da correção cambial em 1980, e as sucessivas mudanças de regras da correção monetária, implicaram um progressivo desarranjo do sistema de indexação (CARVALHO, 1992). Isso porque o conjunto dessas iniciativas quebrou a confiança na expectativa de que a correção das ORTN refletiria a inflação efetiva com margem de erro aceitável, confiança que estava na base do sistema em vigor. A aceleração da inflação a partir de 1979, ao aumentar a percepção de incerteza em relação à taxa futura de retorno real dos ativos, induziu a emissão de títulos pós-fixados também pelas empresas, generalizando a indexação no setor privado (MENDONÇA DE BARROS, 1993; MINELLA, 1995, p.64-65).

Cumprido salientar, pois, que o encurtamento dos prazos dos contratos e a generalização da indexação refletiam a reação dos agentes às perdas patrimoniais ocasionadas pela alta inflação, constituindo os dois lados de uma mesma moeda (MINELLA, 1995, p.81; MOURA E SILVA, 1979, p.68; FRENKEL, 1990, p.114). Também contribuíram para o surgimento e a consolidação dessa institucionalidade as crescentes necessidades de financiamento do Estado, no quadro de estatização da dívida externa²³ e de aumento da dívida pública potenciado pela aquisição de divisas pelo setor público²⁴ (geradas pelo setor privado). Nesse contexto, o próprio sistema de indexação se converteu num mecanismo endógeno de expansão da dívida pública, com o segundo choque do petróleo e a crise externa subsequente dando início à aguda instabilidade monetária no Brasil.

Os esforços envidados pelo Governo para o restabelecimento da confiança na correção monetária levaram ao desenvolvimento progressivo do que, mais tarde, seria chamado de indexação financeira, com o estabelecimento de regras implícitas de vinculação entre a correção das ORTN, os juros praticados no *overnight* e as expectativas de inflação. Já na primeira metade dos anos 1980, conforme registra Minella (1995, p.79-80), além do sistema formal de indexação baseado na variação da ORTN, ganhou força o sistema de indexação informal, baseado na taxa *overnight*, ante a importância que o financiamento do setor público passou a representar para os bancos no âmbito da geração de receitas. Isso porque, além do rendimento envolvido na operação, esses ativos

²¹ No contexto de alta inflação, a demanda pela moeda de curso forçado se restringiu cada vez mais ao atendimento da necessidade de liquidação de débitos imediatos, o que significou a supressão da autonomia da gestão da moeda definição da taxa de juros de curto prazo (BELLUZZO e ALMEIDA, 1990).

²² Depois da maxidesvalorização cambial de 30% realizada em novembro de 1979, em 1980 o Governo prefixou a correção monetária em 45%, depois reajustada para 50% no interregno jul.80/jun.81, com o intento de conter as expectativas inflacionárias dos agentes. Prefixou, ainda, a correção cambial em 40%. Com efeito, negou-se o papel desempenhado pela própria indexação, pautado no conhecimento posterior do valor monetário, implicando a perda de credibilidade dos agentes nesse instrumento. A partir daí, seguiram-se diversas iniciativas de prefixação, bem como de estabelecimento de limites ao crescimento dos agregados monetários e do crédito, ante a perspectiva monetarista de ajustamento do balanço de pagamentos então prevalecente. Para uma análise detalhada desse processo, ver Ferreira, Freitas e Santos (1988). A prefixação da correção monetária implicou uma expressiva queda da relação entre haveres financeiros em poder do público e em proporção do PIB. A razão haveres financeiros/PIB caiu de 40,8% para 33% entre 1979/80 (FERREIRA, FREITAS e SANTOS, 1988; CARVALHO, 1992, p.155).

²³ Viabilizada não apenas pela oferta de ORTN com cláusula de correção pela variação cambial, mas também e, sobretudo, pelo pagamento da dívida denominada em moeda estrangeira antes do vencimento das obrigações mediante transferência antecipada ao Banco Central, permitido pela Resolução 432 do Conselho Monetário Nacional e Circular 230 do Banco Central de 1977. Operou-se, desse modo, a estatização da dívida externa, com o Estado passando a assumir o risco cambial, posto que se responsabiliza pela liquidação dos débitos em seus respectivos vencimentos. Em meados da década de 1980, cerca de 80% da dívida externa total era estatal.

²⁴ Trata-se, aqui, do impacto interno do endividamento externo. Como quase totalidade das divisas era gerada pelo setor privado, impunha-se a necessidade de o Governo emitir títulos públicos para, com os recursos assim obtidos, viabilizar a aquisição de moeda estrangeira do setor privado e, dessa forma, liquidar a dívida externa.

constituíam importante instrumento para essas instituições se apropriarem das receitas proporcionadas pela alta inflação²⁵.

Em 1986, o expressivo crescimento da demanda agregada que se seguiu ao Plano Cruzado, que mais tarde resultaria em crise de abastecimento e tornaria o congelamento de preços insustentável, sinalizava a necessidade de uma forte contração da política monetária. Isso, contudo, implicaria perdas substanciais aos detentores de títulos do Governo, ante a queda dos preços de mercado desses ativos, colocando em risco o sistema financeiro²⁶. Para evitar o risco sistêmico na intermediação financeira, foram criadas as Letras do Banco Central (LBC) Resolução n.1.124, de 15/05/1986 papéis indexados à taxa *overnight*. A indexação financeira, aliada à zeragem automática de mercado²⁷, eliminava o risco indexatório dos bancos, dispensando a recompra dos títulos a taxas favorecidas pelo Banco Central quando do aumento da taxa de juros (ARIDA, 2007). O sistema de indexação passou, então, a ser diário e ter como referência a taxa *overnight* por isso, indexação financeira em vez de um índice de preços. Segundo Arida (2007), a ideia da indexação financeira:

[...] se materializou nas Letras do Banco Central em maio de 1986, quando o Plano Cruzado já apresentava sinais evidentes do excesso de demanda agregada que, meses depois, tornaria insustentável o congelamento de preços. Era previsível que, cedo ou tarde, haveria forte aumento das taxas de juros. O aperto monetário provocaria uma queda no valor de mercado da dívida pública mobiliária interna, financiada na ocasião apenas com títulos convencionais (ARIDA, 2007, p. 232).

A LBC, dessa forma, suprimia o risco de descasamento entre as taxas das operações ativas e passivas dos bancos, decorrente da diferença de indexador de suas aplicações *vis-à-vis* suas obrigações. Mas ao oferecerem um passivo remunerado de curtíssimo prazo, os bancos ficavam demasiadamente expostos ao risco de liquidez, o que exigiu do banco central o compromisso de zerar a posição dos bancos ao final do dia “zeragem automática”. Com isso, a autoridade monetária eliminava o custo de carregamento de títulos pelos bancos, ainda existente mesmo com a criação da LBC, além de viabilizar a fixação da taxa de juros de curtíssimo prazo com certa autonomia. O efeito colateral, contudo, consistiu na migração efetiva de todo o sistema para o mercado diário, imputando uma orientação de curtíssimo prazo aos agentes (MENDONÇA DE BARROS, 1993; CARVALHO, 1992).

Mas com o fracasso do Plano Cruzado em fins de 1986, a indexação generalizada volta²⁸, agora tendo como referência a taxa de juros do *overnight*²⁹, em vez de um índice de preços. Mesmo a OTN passou a ser indexada ao rendimento das LBCs e, por extensão, à taxa *over* a partir de março de 1987. Dessa maneira, a poupança financeira migrou, em escala crescente, para o *open-market* (MENDONÇA DE BARROS, 1993, p.8). Esse sistema, contudo, já revelava, desde seu início, seus efeitos colaterais. Isso porque além de “financeirizar os preços”, ou seja, tornar a taxa *overnight* referência para as expectativas de inflação dos atores econômicos, tornou a definição da taxa de juros diária altamente dificultosa, pois tinha de ser, ao mesmo tempo, alta a ponto de garantir rendimento real aos aplicadores, e baixa a ponto não deteriorar as expectativas de inflação³⁰. “[...] O

²⁵ Receitas essas obtidas pela diferença entre a correção monetária dos passivos sem encargos das instituições financeiras e a atualização monetária dos ativos indisponíveis para aplicação dessas instituições.

²⁶ Um aumento da taxa de juros no mercado secundário (taxa *over*) impunha perdas às instituições financeiras com posições ativas em títulos, ou seja, às instituições bancadoras de títulos públicos.

²⁷ Compromisso assumido pelo Banco Central de zerar a posição dos bancos ao final do dia, fornecendo-lhes os recursos necessários para o financiamento de suas posições em aberto em títulos públicos à taxa média diária.

²⁸ Já em 14.01.1987 a reindexação da economia é completada. Passa a ser possível, a partir daí, a emissão de CDB pós-fixados pelos bancos, atrelados à LBC, com 60 dias de prazo (CARVALHO, 1992, p.141).

²⁹ A partir de dez.86, as letras de câmbio, as cadernetas de poupança novas e os depósitos a prazo fixo passam a ser indexadas às LBCs, indexadas à taxa *over* (Resolução n.1.216, de 24/11/1986 e Resolução CMN n.1.217, de 24/11/1986).

³⁰ O compromisso do Banco Central em oferecer uma taxa de juro nominal ao menos igual à variação dos preços decorria da própria necessidade de rolagem da dívida pública, além de servir de contenção à hiper-inflação, na medida em que reprimia a “fuga” da riqueza financeira para ativos reais (CARVALHO, 1992; 1993; 1996b).

BC tinha que operar, portanto, meio às cegas, em busca de um patamar para o juro real mensal.” (Carvalho, 1992, p.141).

Esse arranjo, com efeito, radicalizou o entrelaçamento entre o mercado de dívida pública e o mercado monetário, com a taxa do mercado monetário consolidando-se como referência para a remuneração dos títulos emitidos pelo setor público para viabilizar seu financiamento.

As LBCs e, a partir de fins de 1987, num contexto de implementação de medidas que visavam atribuir maior transparência à distinção de funções entre o Banco Central e o Tesouro Nacional, as Letras Financeiras do Tesouro (LFTs), eliminavam o risco indexatório dos bancos. O Governo, por seu turno, deixava de pagar um elevado prêmio de risco para os bancos e demais compradores de títulos, pois assumia o risco de taxa de juros envolvido nas operações com papéis do setor público (PAULA, 1997, p.77-78; MINELLA, 1995, p.157-61). Além disso, a indexação dos títulos à taxa *overnight*, bem como sua manutenção mesmo depois do fracasso do Plano Cruzado, decorreu da própria necessidade do sistema por um indexador diário, evitando o fenômeno da substituição monetária *de facto* e, assim, a supressão da soberania monetária. A um só tempo, portanto, essa institucionalidade buscava evitar a hiper-inflação, eliminar o risco indexatório dos bancos e diminuir o custo de refinanciamento da dívida pública ante a redução esperada do prêmio cobrado pelos credores do Estado para cobrir o risco de descasamento indexatório.

A agudização da instabilidade monetária impôs ao Estado brasileiro a ruptura das funções da moeda, condição que se objetivou sob a forma de moeda indexada (BELLUZZO e ALMEIDA, 1990). Os próprios bancos, a partir do mecanismo da “zeragem automática”, tornaram-se emissores de moeda indexada, pois eram capazes de oferecer depósitos remunerados ao público com seus ativos alocados quase integralmente em títulos do Governo corrigidos pela taxa *overnight*³¹. Operou-se, assim, a generalização da quase-moeda na economia brasileira, no decorrer da década de 1980, com os depósitos à vista remunerados mediante depósitos de um dia no mercado aberto. O sistema de indexação exigia a atuação dos bancos como compradores de títulos públicos e ofertantes de depósitos remunerados junto ao público não bancário, tendo o Banco Central na outra ponta, como garantidor da liquidez global do sistema. Essa prática ensejou a generalização do sistema de liquidez diária dos títulos públicos, incluindo os de longo prazo, com a autoridade monetária indexando-os à taxa *over* e viabilizando seu financiamento diário, de sorte a permitir o refinanciamento da dívida pública mobiliária, de um lado, e acomodar a demanda por quase-moeda do público, de outro (MENDONÇA DE BARROS, 1993).

No Plano Bresser (junho de 1987), a LBC passou a desempenhar o papel de indexador oficial, em substituição à OTN, o que significou mais uma redução da correção monetária, decorrente da mudança de indexador³². No fim de 1987, figuravam, fundamentalmente, três indexadores principais: a LBC, a OTN Fiscal³³ e a taxa de câmbio (PAULA, 1997; MINELLA, 1995; CARVALHO, 1992). No início de 1989, com o Plano Verão, por seu turno, ocorreu uma nova mudança de indexador oficial, com a substituição do IPC pela LFT³⁴. Já no Plano Collor (1990), além do fim da zeragem automática de mercado, operou-se a substituição dos títulos indexados (LFT e LBC) pelos títulos prefixados (LTN) vendidos a uma taxa de desconto predeterminada e, portanto, independente da taxa de juros de curtíssimo prazo. No fim do ano,

³¹ No Plano Cruzado, a emissão de CDB pelos bancos com financiamento diário em *overnight* se tornou legal. As aplicações com remuneração diária pela taxa *over* foram popularizadas em outubro de 1986, quando da criação dos Fundos de Aplicações de Curto Prazo (FACP), os quais permitiam aplicações de baixos valores, de modo a contribuir para o financiamento do setor público (MINELLA, 1995; CARVALHO, 1992).

³² A medida significou, no caso de todas as aplicações com correção monetária, incluindo a caderneta de poupança, uma redução de 8,07% da correção.

³³ A partir do fim de 1987, a OTN Fiscal passou a contar com reajuste diário, com base nas expectativas de inflação do Governo, servindo de referência para o cálculo da taxa de juros real das aplicações financeiras, sobre o qual incidia o imposto de renda.

³⁴ O rendimento da caderneta de poupança com aniversário em 15 de janeiro daquele ano, em particular, sofreu uma redução de 20,37%, resultado da diferença entre a variação do IPC acumulado e da oscilação da LFT (BAETA, 2008; O ESQUELETO..., 2008). Sobre a lógica dos Planos Bresser e Verão, ver Carvalheiro (1999).

contudo, com o fracasso do Plano Collor, o Governo passou a ter cada vez mais dificuldades para colocar LTNs no mercado, ensejando a criação do Bônus do Banco Central (BBC), com as mesmas características das LTNs³⁵.

Frente à aceleração da inflação a partir do fracasso do Plano Collor II (1991), o Governo criou as chamadas Notas do Tesouro Nacional (NTN) para atribuir viabilidade ao financiamento do setor público, títulos pós-fixados corrigidos pela inflação e remunerados com juros reais de até 12% ao ano. Diante da inflação crescente, a autoridade monetária voltou a oferecer títulos públicos com acordos diários de recompra, além de restaurar a zeragem automática de mercado (PAULA, 1997; MINELLA, 1995; CARVALHO, 1996b; 2006).

Embora tenham sido observados sucessivos momentos de supressão e restabelecimento da indexação baseada em índices de preços³⁶, de maneira geral desde então se passou a conviver com os títulos públicos de curto prazo com rendimento atrelado à taxa básica de juros (CARVALHO, 1992; MINELLA, 1995). Com o aguçamento do processo inflacionário a partir de meados dos anos 1980, as quase-moedas solidificam o fenômeno da “ciranda financeira”, alimentando a especulação (TAVARES, 1978a, p.182). O Governo captava recursos por meio da sinalização de juros reais positivos. Os bancos, por seu turno, apropriavam-se de *spreads* em operações sem risco, ante o compromisso de “zeragem automática” assumido pelo BC. Os aplicadores, por sua vez, aplicavam seus recursos em ativos com liquidez elevada e garantia informal de retorno real. Com efeito, a oferta de moeda se tornou endógena, tornando a política monetária passiva.

2. Indexação financeira e as singularidades da estabilidade monetária no Brasil

Nesse processo de crescente desvirtuamento, o sistema de indexação deixou de cumprir uma de suas principais funções, qual seja, a de estruturar um sistema financeiro privado de longo prazo, capaz de viabilizar uma estrutura de financiamento do desenvolvimento.

Como salientado, a indexação passou por um processo de metamorfose, especialmente ao longo dos anos 1980, cumprindo a função de lastro à quase-moeda, ao mecanismo de defesa do público contra os efeitos da alta e persistente inflação (BELLUZZO e ALMEIDA, 1990, p.67). Transformou-se, pois, em sua antítese, estimulando contratos de curtíssimo prazo (MINELLA, 1995). De acordo com Belluzzo e Almeida (1990, p.67), os títulos públicos

[...] deixam de ser veículo de financiamento do setor público para servirem de lastro à ‘moeda indexada’, além de base à arbitragem entre ‘dinheiro velho’ e ‘dinheiro financeiro’ exercida por quem gera ou tem acesso privilegiado à liquidez (BELLUZZO; ALMEIDA, 1990, p. 67).

Desse modo, a indexação financeira no Brasil deve ser entendida a partir de uma perspectiva histórico-institucional-macroeconômica, tendo decorrido de um processo de contínuo desvirtuamento do instituto da correção monetária introduzido no bojo das reformas institucionais do Governo Militar. Desvirtuamento esse, cumpre notar, decorrente não apenas da necessidade imposta pelo resgate da função reserva de valor da moeda, mas em razão da tentativa quase desesperada de o Estado brasileiro retomar as rédeas da política monetária em contexto de aceleração dos preços e diante da necessidade de criação de um espectro de riqueza capaz de

³⁵ Entre as medidas do Plano Collor, estabeleceu-se a BTN fiscal como indexador oficial da caderneta de poupança, em substituição ao IPC. Com efeito, o rendimento da caderneta com vencimento entre 14 e 28 de março de 1990 foi expurgado em mais de 80%, pois as contas renderiam, com base no IPC mais TR, 85,24%, mas receberam apenas 4% (NUNES, 2001; EXPURGO..., 2000; NUNES, 1997). Em função das tentativas frustradas de estabilização monetária no Brasil e os expurgos da correção monetária decorrentes do processo de substituição de indexadores, estimava-se um “esqueleto” de aproximadamente R\$ 120 bilhões ainda em 2008, ante a implementação de planos de estabilização monetária que, de algum modo, sub-remuneraram os aplicadores (BAUTZER *et al.*, 2008; O ESQUELETO..., 2008).

³⁶ Como registra Minella (1995, p.221), entre 1964 e 1989 o Brasil contou com quinze formas diferentes de estipulação da correção monetária, a partir de diferentes formas de cálculo.

atribuir viabilidade ao processo de conservação e, não raro, de valorização da riqueza em contexto de alta inflação, de instabilidade monetária³⁷.

A existência de títulos atrelados à taxa de juros de curtíssimo prazo, num contexto de juros reais elevados, acaba constituindo uma anomalia para o funcionamento do sistema financeiro, tornando-o disfuncional ao propósito do financiamento da produção. Isso porque permite aos bancos e demais possuidores de riqueza a consolidação de portfólios ao mesmo tempo líquidos e rentáveis. No contexto de instabilidade monetária, os bancos passaram a especular permanentemente contra a moeda velha, de curso forçado. Segundo Tavares (1978a):

[...] A presença crescente de títulos públicos perfeitamente líquidos no âmbito da circulação financeira e, ademais, destituídos de qualquer risco (com proteção contra a inflação e garantia de um piso mínimo de taxa de juros) exprime nitidamente a importância desta característica “peculiar” do sistema financeiro nacional (TAVARES, 1978a, p.149).

Para os propósitos deste artigo, importa destacar que a estabilidade monetária no Brasil, alcançada em julho de 1994, não suprimiu a indexação financeira.

Particularmente em relação ao Plano Real, pode-se afirmar que a principal engenhosidade de seus formuladores, envolvida nas três etapas³⁸ da estratégia de estabilização, consistiu em superindexar a economia a partir da inserção de um novo indexador, a Unidade Real de Valor (URV), que cumpriu a função de unidade de conta por quatro meses (mai./jun.1994), de modo a alinhar os preços relativos da economia³⁹ e, assim, minimizar as pressões sobre os preços decorrentes do conflito distributivo que tipicamente sucede o estancamento do processo inflacionário. Adicionalmente, essa iniciativa procurou fazer o público se adaptar com uma unidade de conta estável ao longo do tempo. Procedida a superindexação da economia, operou-se a transformação do indexador em moeda de curso forçado, o Real, que passou a ser emitido a partir de primeiro dia de julho de 1994.

Em linha com a experiência do Plano Cruzado, em 1986, a reforma monetária e o sucesso inicial do Plano Real no combate à inflação produziram um aumento substancial da demanda agregada, ensejado destacadamente pelo aumento do consumo das famílias. Este movimento teria de ser acomodado mediante o aumento das importações, de modo a viabilizar a elevação da oferta agregada, o que de fato aconteceu. Mas isso, por seu turno, não poderia provocar uma desvalorização da taxa de câmbio, então âncora nominal do plano de estabilização: uma excessiva depreciação cambial produziria aumento de preços, o que poderia afetar negativamente a confiança do público no plano de estabilização monetária. Mas, em vez disso, nos primeiros meses do Plano Real observou-se um movimento de apreciação da taxa de câmbio sob efeito do forte ingresso de capital externo de curto prazo (para alguns, frise-se, a verdadeira âncora do Plano), ante as altas taxas de juros prevalecentes na economia brasileira no período. O superávit de 1,58% registrado na conta de transações correntes do balanço de pagamentos em 1992 dá lugar a déficits renitentes e crescentes entre 1995 e 1998.

³⁷ E, nesse sentido, vale recuperar o argumento de Teixeira (1988, p.32) de que as reformas da década de 1960 lançaram as bases institucionais para a acumulação financeira, pautada mormente nos títulos públicos, ainda que tenham sido originalmente destinadas a amplificar a acumulação produtiva.

³⁸ Foram elas: 1ª) o Programa de Ação Imediata (PAI), anunciado em junho de 1993 pelo então Ministro da Fazenda Fernando Henrique Cardoso, destinado ao saneamento das contas públicas, com a criação subsequente do Fundo Social de Emergência (FSE desvinculação de 20% das receitas da União), perfazendo aproximadamente US\$ 15 bilhões; 2ª) criação da Unidade Real de Valor (URV) em fevereiro de 1994 (MP n.434), com vigência a partir de 01/03/1994; o indexador iniciou março em CR\$ 647,50, podendo o BC arbitrar pela melhor combinação dos três índices de preços elencados (IGP-M, o IPCA-E e a terceira quadrissemana do IPC-FIPE) para viabilizar a correção do indexador, com os preços da economia sendo convertidos sequencialmente à nova unidade de conta, começando pelos salários; e 3ª) a implantação do Real em 1/07/1994, previamente anunciada em meados de maio.

³⁹ Conforme registram Sicsú (1996), contudo, no interregno março-junho de 1994 algumas cestas de produtos registraram ganhos em relação à variação da URV, enquanto outras acusaram perdas. Tem-se, pois, que o alinhamento dos preços relativos não se processou de maneira perfeita.

Não menos importante, deve-se salientar que a desaceleração abrupta da inflação, ao impactar adversamente as receitas inflacionárias dos bancos, reorientou a política operacional dessas instituições em direção às operações de crédito, combustível adicional para o consumo. Em verdade, a aceleração do crédito teve início já em 1992/93, diante das expectativas dos bancos de perda das receitas inflacionárias (OLIVEIRA, 2009). Naquele contexto, a taxa de juros básica cumpria um papel suplementar, embora não menos importante, para o sucesso do plano de estabilização, pois ao mesmo tempo em que funcionava como mecanismo de atração de capitais externos condição que se mostrou decisiva para acomodar o aumento das importações sem a realização de uma depreciação cambial contribuía decisivamente para a contenção de ao menos parte do ritmo de aceleração do consumo.

Dessa maneira, a lógica do plano de estabilização impunha a subordinação da política monetária à manutenção de um patamar da taxa de câmbio condizente com a garantia da estabilidade monetária. A contrapartida dessa estratégia foi uma crescente fragilização das contas externas e fiscais, que se traduziu em baixo do nível de atividade econômica ante o efeito recessivo causado pela prevalência do binômio juros altos câmbio valorizado inviabilizando a estruturação de condições macroeconômicas compatíveis com taxas elevadas de crescimento da produção, especialmente quanto considerado o conjunto do interregno 1995-2002, conforme atestado pelos diversos trabalhos realizados sobre o tema⁴⁰. O câmbio valorizado, num contexto de crescente abertura financeira⁴¹ e de taxa básica de juros elevada, implicou um aumento substancial do passivo externo líquido da economia brasileira, com impactos deletérios sobre as suas contas externas e fiscais, os quais se traduziram em termos de aguda e renitente instabilidade macroeconômica⁴².

Vale destacar, assim, que estabilidade monetária no Brasil não operou a desindexação financeira, a desvinculação dos títulos públicos à taxa *over*. A possibilidade de aumentos repentinos e substanciais da taxa básica de juros imporem severas perdas de capital aos detentores dos papéis do Governo impediu a supressão da institucionalidade da indexação financeira depois do Plano Real, num quadro de crescente endividamento do setor público (ANDIMA, 2003; NAKANO, 2007; LOPREATO, 2008). Ao manter a remuneração dos títulos públicos atrelada aos juros de curtíssimo prazo, o Governo buscou atribuir viabilidade ao financiamento do setor público num contexto de incerteza em relação ao comportamento dos preços-chave da economia, particularmente da taxa básica de juros, o que implicou a manutenção da indexação financeira, representada pela LFT. Segundo ANDIMA (2003, p.65):

A sucessão de profundos choques de juros certamente conspira contra o alongamento das maturidades efetivas dos títulos, porque faz aumentar a probabilidade de ocorrência de graves perdas de capital. É natural que, nessas condições, o prêmio exigido pela compra de papéis de prazo mais longo possa ser inaceitável para o Tesouro, não apenas pelo custo, mas também pelo sinal que seria dado à economia como um todo com relação à fragilidade do futuro. Se a experiência do mercado foi a de que as taxas de juros podem chegar com relativa facilidade a 30% ou 40% a.a. como de fato chegaram repetidamente no passado recente esta será a taxa exigida, como piso, para a colocação de papéis de praticamente qualquer maturidade superior a um ano. **Mesmo para instituições sensíveis ao risco de renda, o risco de capital seria opressivo na compra de papéis de longa maturidade. Foi exatamente esta situação que levou ao perfil atual da dívida pública, típico de uma economia em alerta contra a ocorrência de choques. A indexação dos títulos à taxa**

⁴⁰ Destacadamente Bielschowsky (1999), Kregel (1999) e Belluzzo e Almeida (2002, p.363-403).

⁴¹ De acordo com Freitas e Prates (2001, p.84), o processo de liberalização e desregulamentação da conta capital do balanço de pagamentos foi finalizada em 2000, na gestão de Armínio Fraga no BC.

⁴² O regime de câmbio rígido prevaleceu entre meados de 1995 e janeiro de 1999, quando o Real passou a flutuar em relação ao dólar depois do ataque especulativo contra a moeda nacional no início de 1999. A partir de então, a política macroeconômica passou a ser pautada, doravante, no tripé metas para a inflação, que passou a funcionar como a nova âncora de expectativas, em substituição à cambial regime de câmbio flutuante superávit fiscal primário. Em 2002 ocorreu uma nova maxidesvalorização cambial, agora provocada pelas incertezas associadas à sucessão eleitoral. Somente a partir de 2003, sob efeito do contexto internacional favorável, passam a ser registrados superávits em transações correntes do balanço de pagamentos. Cintra (2005) faz uma análise crítica deste modelo.

Selic foi a única saída para lidar com as incertezas criadas pela instabilidade do período. [grifo nosso]

Isso significa que o processo de estabilização monetária no Brasil, pautado até 1999 na âncora cambial, fez com que a desindexação dos contratos do setor produtivo da economia não fosse acompanhada da desindexação financeira, pois sua supressão colocava em risco o financiamento não-monetário do setor público e, ao cabo, o Plano de estabilização. Ou, alternativamente, teria imposto a prática de prêmios de risco ainda mais incompatíveis com a solvência financeira do setor público, fator relevante para a confiança na moeda. Destarte, pode-se afirmar que esse caráter parcial do Plano Real foi funcional ao propósito da estabilização monetária. Preservou-se, desse modo, a institucionalidade da indexação financeira, mesmo num contexto de estabilidade de preços. Segundo Lopreato (2008):

O auge da moeda indexada, com o lançamento das LBC (atuais LFT), constituiu o ponto culminante da construção de um aparato institucional voltado para manter o financiamento público e evitar o desenlace da crise diante do fracasso do Plano Cruzado. O que deveria ser o *modus operandi* de transição, no momento de incerteza radical, acabou se transformando em característica econômica, definida pela estreita conexão entre os mercados monetário e de títulos públicos e pela confusão do que é moeda e poupança financeira (LOPREATO, 2008, p. 29).

A indexação de boa parte da dívida pública à taxa de juros de curto prazo no Brasil, conjugada ao contexto de instabilidade macroeconômica⁴³, ofereceu aos atores econômicos (notadamente bancos, grandes grupos empresariais do setor produtivo e demais possuidores de riqueza) a possibilidade de continuarem conformando uma composição de balanço ao mesmo tempo líquida e rentável, não obstante o fim da alta inflação. A permanência de um dos principais pilares do regime de alta inflação lhes permitiu a assunção de uma estrutura de ativos paradoxal, pois ao mesmo tempo conservadora (sob a ótica da liquidez) e arrojada (no que diz respeito à geração de resultados).

Cumprir salientar, contudo, que a chamada indexação financeira passou a operar de modo distinto após o Plano Real, pois, diferentemente do período de alta inflação, esse expediente passou a conviver com uma moeda de uso corrente que executa as três funções básicas. Nesse sentido, pode-se argumentar que, se por um lado, depois do Plano Real essa institucionalidade deixou de funcionar como “muleta” para a função reserva de valor da moeda estatal, por outro, passou a cumprir uma função essencial dentro da lógica do plano de estabilização monetária, à medida que atribuiu viabilidade ao financiamento da dívida pública num contexto de alta incerteza sobre o comportamento esperado da taxa básica de juros⁴⁴. Com efeito, os títulos públicos continuaram representando uma aplicação atrativa para a alocação de poupança financeira dos atores econômicos. Mesmo com a recomposição do grau de monetização da economia registrada depois do Plano Real, o estoque de riqueza dos atores continuou sendo aplicado majoritariamente em títulos públicos principalmente de curto prazo ora indexados à Selic quando da expectativa de seu aumento, ora prefixados, quando da expectativa de queda dos juros básicos (OLIVEIRA e CARVALHO, 2008).

Deve-se frisar, ainda, que a estabilização monetária em contexto de indexação financeira permitiu ao Banco Central recuperar a autonomia da política monetária de forma apenas parcial. Isso porque a existência de títulos públicos de curtíssimo prazo, com *duration* praticamente zero⁴⁵ e atrelados aos juros de curtíssimo prazo impede que o aumento da taxa básica de juros se traduza em

⁴³ A estabilidade macroeconômica não deve ser resumida à estabilidade de preços, sendo esta apenas um dos componentes daquela. A estabilidade macroeconômica diz respeito à estabilidade dos preços-chave do sistema, com tais preços localizando-se em patamares funcionais ao crescimento sustentado da renda e do emprego.

⁴⁴ Para Arida (2007), o instrumento da indexação financeira continuou sendo essencial mesmo depois da fase inicial do Plano Real, ante as recorrentes crises de financiamento da dívida pública.

⁴⁵ Ou seja, a indexação dos títulos públicos à taxa de juros de curto prazo faz com que alterações da Selic (mercado monetário) provoquem mudanças instantâneas no custo da dívida pública mercado de títulos públicos.

termos de redução do valor de mercado destes ativos, não provocando uma diminuição na riqueza dos detentores de títulos públicos⁴⁶. A indexação financeira, assim, reduz o grau de efetividade da política monetária, particularmente mediante o canal de ativos.

Desse modo, o fim da alta inflação não destruiu a macroestrutura financeira capaz de oferecer aos detentores de riqueza um ativo especialíssimo, com alto rendimento real, liquidez imediata e proteção contra perdas de capital, condições que propiciaram aos bancos, investidores institucionais e grandes grupos industriais e financeiros a conformação de portfólios ao mesmo tempo líquidos e rentáveis. Institucionalidade que desestimulou, ademais, a estruturação de um sistema financeiro voltado para o financiamento de longo prazo, vale dizer, para o financiamento do desenvolvimento econômico e social. Em poucas palavras, pode-se afirmar que a estabilidade monetária não rompeu com a estrutura institucional que serve de amparo à ciranda financeira.

A estabilidade monetária no Brasil foi alcançada, pois, sem a adaptação do arcabouço institucional que rege a relação entre os mercados de moeda e de títulos públicos ao contexto de baixa inflação. Nesse contexto macro-institucional, o alongamento da maturação dos títulos públicos em mercado requer a indexação dos papéis mais longos, o que acaba produzindo um “sistema único de estrutura a termo da taxa de juros” (MENDONÇA DE BARROS, 2004a).

Ferreira, Robotton Filho e Dupita (2004) sugerem a redução gradual da taxa *over* em direção aos níveis internacionais, com a atuação do banco central se concentrando na estrutura a termo da taxa de juros (180 e 360 dias), com os papéis mais longos incorporando taxas de juros maiores do que aquela prevalente nas operações de um dia⁴⁷. Os autores sugerem que a autoridade monetária atue não apenas na taxa de juros de curto prazo, mas ao longo da curva de juros, de sorte a tornar essa última positivamente inclinada, pois a indexação financeira torna a *duration* extremamente reduzida da dívida mobiliária federal interna, ante a alta participação dos títulos pós-fixados⁴⁸, contribuindo para que os instrumentos de política monetária sejam eficientes apenas no que diz respeito ao alcance das metas operacionais (taxa de juros de curto prazo ou nível de reservas bancárias). Em função dessa anomalia, a taxa *over* tem de ser muito alta para que se produzam os efeitos desejados.

Os próprios autores, contudo, chamam atenção para os riscos envolvidos nessa proposta. Mencionam, inicialmente, o risco de tais medidas serem interpretadas pelo mercado como uma postura mais tolerante da autoridade monetária em relação à inflação, o que implicaria a aceleração dos preços e inviabilizaria a estratégia. Ademais, se bem recebida, porém em excesso, a iniciativa poderia derrubar as taxas de juros de longo prazo, dificultando o alongamento dos prazos (FERREIRA; ROBOTTON FILHO; DUPITA, 2004, p.26-28).

Poder-se-ia pensar, ainda, na separação entre o mercado de reservas bancárias e o mercado de títulos com prazos mais dilatados, restringindo o primeiro apenas para o financiamento da troca de reservas entre os bancos e operações de mercado aberto, impedindo a arbitragem entre as taxas passível de ser realizada a partir de mecanismos regulatórios. Essencialmente, a ideia também consiste em separar a taxa do interbancário da taxa dos títulos com prazo de maturação superior a um dia. Trata-se, pois, de uma estratégia similar, embora mais imediata do que a proposta por Ferreira, Robotton Filho e Dupita (2004). Mas continuaria persistindo o risco de o Tesouro apenas conseguir viabilizar o seu financiamento a partir de pagamentos de prêmios altamente punitivos. Supondo que o mercado absorva os títulos prefixados, o risco de juros poderia ser negociado no

⁴⁶ Segundo Cintra (1999, p.6): “[...] apesar dos esforços das autoridades, não foi possível mudar as relações entre o Banco Central e o sistema bancário no que diz respeito ao giro e à liquidez dos títulos públicos. Esses ativos mantiveram a característica básica de quase-moedas (aplicações concentradas em curtíssimos prazos, em torno de trinta e sessenta dias). [...]”

⁴⁷ Mendonça de Barros (2004b), por seu turno, à luz deste trabalho, sugere a mesma ideia, mas com a atuação da autoridade monetária sendo deslocada para as taxas de 30 e 60 dias, inicialmente, com um alongamento gradual e progressivo no decorrer do tempo.

⁴⁸ Ou seja, a indexação dos títulos públicos à taxa de juros de curto prazo faz com que alterações da Selic (mercado monetário) provoquem mudanças instantâneas no custo da dívida pública mercado de títulos públicos.

mercado de derivativos, livrando o Tesouro do ônus de um aumento da taxa de juros. A prática de usar o mercado de derivativos para o comprador de um título prefixado se proteger do risco de juros já constitui, inclusive, uma prática comum no Brasil, conforme registra Moura (2007).

Lopreato (2008), por sua vez, sustenta que a convergência da inflação às metas estabelecidas, a disciplina fiscal e a melhoria da posição externa e dos demais fundamentos macroeconômicos nos últimos anos, ao atribuírem maior estabilidade aos preços-chave da economia e, por extensão, dos indexadores da dívida pública, possibilitam operar a desvinculação entre os mercados de moeda e títulos, suprimindo o sistema de indexação dos títulos públicos à taxa de juros de curto prazo. O autor ressalva, contudo, que, a despeito da oportunidade que o contexto macroeconômico oferece, o fato de esse arranjo institucional possibilitar a defesa da valorização da riqueza financeira impõe obstáculos para alterações mais profundas que busquem articulá-lo com a realidade de uma economia não-inflacionária, em que o risco de mercado faz parte do processo de tomada de decisão. Lopreato (2008) faz menção, ainda, ao fato de que a supressão da indexação financeira deve ser acompanhada por outras medidas de cunho regulatório, notadamente destinadas a reduzir o sistema de liquidez diária dos fundos de investimento e a participação desses ativos nas carteiras dos investidores institucionais.

Arida (2007), Resende (2007) e Bacha e Oliveira Filho (2007), por outro lado, sustentam que a redução da importância das LFTs na gestão da dívida pública tende a ocorrer naturalmente, com a melhora das condições macroeconômicas e, ao cabo, com a redução da percepção de incerteza dos atores econômicos. Para eles, a supressão dos títulos indexados à Selic mediante alterações regulatórias tende a dificultar o financiamento da dívida do setor público em contextos de instabilidade, contribuindo inclusive para onerar ainda mais sua rolagem.

Pode-se observar, desse modo, que não há consenso a respeito da alteração do atual arcabouço que rege a relação entre os mercados de moeda e títulos no Brasil. Ainda assim, pode-se afirmar que supressão de um dos principais pilares do regime de alta inflação e a prática de juros reais sintonizados com a realidade internacional constituem elementos indispensáveis, ainda que insuficientes, para completar o Plano Real e, assim, transformar a estabilidade monetária em estabilidade macroeconômica duradoura.

Considerações finais

A indexação financeira deve ser entendida a partir de uma perspectiva macroeconômica-histórica-institucional, uma vez que decorreu do processo de desvirtuamento do expediente da correção monetária, institucionalizado em 1964 no Brasil.

Se, por um lado, o aguçamento da instabilidade monetária nos anos 1980 fez do arcabouço institucional da moeda indexada um dos principais mecanismos para evitar o processo de substituição monetária, por outro a lógica de um plano de estabilização ancorado no câmbio e o consequente risco de aumentos abruptos e inesperados da taxa de juros impor perdas aos credores do setor público, impediu a adaptação do arranjo institucional que rege a relação entre os mercados de moeda e de títulos públicos ao ambiente de baixa inflação.

No ambiente de instabilidade macroeconômica renitente, que prevaleceu na maior parte do período de baixa inflação, a institucionalidade da indexação financeira, conjugada à prevalência de juros reais elevados, permitiu aos atores com acesso privilegiado à liquidez e aos detentores de riqueza a conformação de portfólios ao mesmo tempo líquido e rentável. Permitiu-lhes, ainda, uma alta capacidade de adaptação às diferentes conjunturas, o que viabilizou a apropriação de ganhos propiciados por alterações dos preços fundamentais do sistema.

Além de concorrer para induzir uma gestão pró-cíclica da dívida pública no Brasil (OLIVEIRA e CARVALHO, 2008), a institucionalidade da indexação financeira reduz o grau de eficiência do canal de ativos da política monetária, constituindo um dos elementos explicativos da prevalência de alta taxa básica de juros no Brasil. Não menos importante, enseja a prevalência de

um padrão de atuação dos bancos pouco funcional ao financiamento do desenvolvimento, particularmente no que diz respeito ao financiamento de longo prazo.

Tem-se, pois, que a estabilidade macroeconômica no Brasil requer, entre outros fatores, a adaptação do arcabouço institucional que rege a relação entre os mercados de moeda e de títulos públicos ao regime de baixa inflação. Uma institucionalidade que estimule a assunção de riscos mais elevados por parte dos atores econômicos, fazendo da produção o principal circuito de valorização da riqueza.

Referências Bibliográficas

ALMEIDA, J. S. G. **As financeiras na reforma do mercado de capitais**: o descaminho do projeto liberal. 190 f. Dissertação (Mestrado em Economia)—Instituto de Filosofia e Ciências Humanas da Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1980.

ANDIMA. **Dívida pública**: propostas para ampliar a liquidez. Rio de Janeiro: ANDIMA, 2003.

ARIDA, P. As Letras Financeiras do Tesouro em seu vigésimo aniversário. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L.C. (Orgs.). **Mercado de capitais e dívida pública**: tributação, indexação e alongamento. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria: Rio de Janeiro, ANBID, 2007. p.229-244.

BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. Introdução. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Orgs.). **Mercado de capitais e dívida pública**: tributação, indexação e alongamento. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria: Rio de Janeiro, ANBID, 2007. p.15-39.

BAER, W. **A economia brasileira**. São Paulo: Nobel, 1996.

BAETA, Z. Plano Verão deve abarrotar justiça. **Valor Econômico**, São Paulo, 30.04.2008.

BAUTZER, T. et al. Supremo poderá julgar ações sobre o Plano Verão. **Valor Econômico**, São Paulo, 26.09.2008.

BELLUZZO, L. G. M.; ALMEIDA, L. S. **Depois da queda**: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.

_____. Crise e reforma monetária no Brasil. **São Paulo em Perspectiva**, São Paulo, v.4, n.1, p.63-75, jan./mar. 1990.

BIELSCHOWSKY, R. (Coord.) Formação de capital no ambiente das reformas econômicas brasileiras dos anos 1990: uma abordagem setorial. In: BAUMANN, R. (Org.). **Brasil**: uma década em transição. Rio de Janeiro: Campus, 1999. p.143-181.

CARVALHO, C. E. Liquidez e Choques Antiinflacionários. In: BATISTA Jr., P. N.; BELLUZZO, L. G. M. (Orgs.). **A Luta pela Sobrevivência da Moeda Nacional**. São Paulo: Paz e Terra, 1992. p.126-203.

CINTRA, M. A. M. Suave fracasso: a política macroeconômica brasileira entre 1999-2005. **Novos Estudos CEBRAP**, São Paulo, v. 73, p.39-56, nov.2005.

_____. Dependência sem desenvolvimento. **Novos Estudos CEBRAP**, São Paulo: CEBRAP, vol. 53, p. 3-9, mar.1999.

CRUZ, P. R. D. Notas sobre o financiamento de longo prazo na economia brasileira do após-guerra. **Economia e Sociedade**, Campinas, n.3, p.65-80, dez.1994.

EXPURGO da poupança ainda pode ser pedido. **Folha de São Paulo**, Caderno Dinheiro, 31.07.2000.

FERREIRA, C. K. L.; ROBOTTON FILHO, M.; DUPITA, A. B. Política monetária e alongamento da dívida pública. **Texto para Discussão**, Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política da PUC/SP, n.9, out.2004.

FERREIRA, C. K. L.; FREITAS, M. C. P.; SANTOS, P. Evolução e Impasses do Crédito. **Relatórios de Pesquisa n.4**, São Paulo, IESP/FUNDAP, 1988.

FRENKEL, R. Hiperinflação: o inferno tão temido. In: REGO, José M. (org.). **Inflação e hiperinflação: interpretações e retórica**. São Paulo: Bional, 1990. p.111-131.

HERMANN, J. Reformas, endividamento externo e o “milagre econômico” (1964-1973). In: GIAMBIAGI, F.; VILLELA, A. (Orgs.) **Economia brasileira contemporânea**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. p.93-115.

KREGEL, J. Havia alternativa à crise brasileira? In: VELLOSO, J. P. R. (org.). **A crise mundial e a nova agenda de crescimento**. Rio de Janeiro: J. Olympio, 1999.

LOPES, F. L. P. **Choque heterodoxo: combate à inflação e reforma monetária**. Rio de Janeiro: Campus, 1986.

LOPREATO, F. L. C. Problemas de gestão da dívida pública brasileira. **Texto para Discussão IE/Unicamp**, n.139, jan.2008.

MARTONE, C. L. Análise do Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG) (1964-1966). In: LAFER, B. M. (Org.) **Planejamento no Brasil**. 3ª ed. São Paulo: Editora Perspectiva, 1975. p.69-89.

MENDONÇA DE BARROS, L. C. Um pouco de história... **Folha de São Paulo**, Caderno Dinheiro, 30.06.2004a.

_____. Uma nova política de juros. **Folha de São Paulo**, Caderno Dinheiro, 06.08.2004b.

_____. A moeda indexada: uma experiência brasileira. **Economia e Sociedade**, Campinas, n.2, p.3-24, ago. 1993.

MINELLA, A. **A indexação dos contratos financeiros em contexto de alta inflação: o caso brasileiro (1964-1990)**. 246 f. Dissertação (Mestrado em Economia)–Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1995.

MOURA E SILVA, A. **Intermediação financeira no Brasil: origens, estrutura e problemas**. FEA/IPE/USP: São Paulo, 1979.

MOURA, A. R. Bem-vindo ao admirável mundo novo da LFT sintética. **Valor Econômico**, p.A-10, 14.06.2007.

NAKANO, Y. A taxa de juros mais alta do mundo deverá persistir. **Revista Conjuntura Econômica**, Rio de Janeiro, p.10-11, jan.2007.

NUNES, E. Plano Collor 1: lesados ainda podem entrar com ação. **Folha de São Paulo**, Caderno Cotidiano, 04.06.2001.

_____. Poupador ainda pode reaver perdas com o Plano Collor. **Folha de São Paulo**, Caderno Cotidiano, 15.03.1997.

OLIVEIRA, G. C. **Estrutura patrimonial e padrão de rentabilidade dos bancos privados no Brasil (1970-2008)**: teoria, evidências e peculiaridades. 562 f. Tese (Doutorado em Economia)–Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2009.

OLIVEIRA, G. C.; CARVALHO, C. E. “Indexação financeira” e comportamento pró-cíclico da dívida pública mobiliária federal interna no Brasil. **Anais do Encontro Nacional de Economia Política**, João Pessoa/PB, 2008.

O ESQUELETO do Plano Verão assombra o Tesouro. **Valor Econômico**, Editorial, São Paulo, p.A-12, 30.09.2008.

PAULA, L. F. R. **Comportamento dos bancos em alta inflação**: teoria e experiência brasileira recente. 189 f. Tese (Doutorado em Economia)–Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1997.

RESENDE, A. L. 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 Livraria: Rio de Janeiro, ANBID, 2007. p.219-227.

SICSÚ, J. A URV e sua função de alinhar preços relativos. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v.16, n.2, p.71-85, abr./jun.1996.

SIMONSEN, M. H.; CAMPOS, R. O. **A nova economia brasileira**. Rio de Janeiro: José Olympio, 1974. p.79-150.

SIMONSEN, M. H. **30 anos de indexação**. Rio de Janeiro: Editora da Fundação Getúlio Vargas, 1995.

_____. **Inflação**: gradualismo x tratamento de choque. 2ª ed. Rio de Janeiro: APEC Editora, 1970.

SOCHACZEWSKI, A.C. (1980) **Desenvolvimento econômico e financeiro no Brasil: 1952-1968**. São Paulo: Trajetória Cultural, 1993.

TAVARES, M. C. (1978) **Ciclo e crise**: o movimento recente da industrialização brasileira. Campinas, SP: IE/UNICAMP, 1998. (30 Anos de Economia UNICAMP, 8).p.139-186.

_____.(1972) **Da substituição de importações ao capitalismo financeiro**: ensaios sobre a economia brasileira. 11ª ed. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1983.

TEIXEIRA, N. G. **Tendências estruturais do sistema financeiro**. São Paulo: IESP/FUNDAP, 1988.

TONETO JR., R. **Estado, bancos e acumulação financeira no Brasil: 1964-1984**. 1992. 321 f. Dissertação (Mestrado em Economia)–Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 1992.

ZINI JR., A. A. **Uma avaliação do setor financeiro no Brasil**: da reforma de 1964/65 à crise dos anos oitenta. 1982. 374 f. Tese (Mestrado em Economia)–DEPE da Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1982.

Recebido em 20.02.2010

Aprovado em 13.05.2011