

Dívida interna e inflação (1964-1993): a lógica do financiamento do Estado Brasileiro diante da indexação

Carlos Alberto Lanzarini Casa

*Professor do Departamento de
Ciências Econômicas da UFRGS
carloslanzarini@terra.com.br*

Resumo

O financiamento do Estado brasileiro acabara adquirindo, de 1964 a 1993, diferentes modalidades orçamentárias e extra-orçamentárias para a execução dos projetos de desenvolvimento e para outras funções de fechamento das contas públicas. No entanto, a dívida pública interna representara muito mais um instrumento de valorização do capital financeiro e de formação do estoque de riqueza a partir da figura das “quase-moedas” (títulos públicos indexados) do que um meio de captação de recursos para o financiamento clássico não-inflacionário do setor público. A metodologia keynesiana se encaixa justamente aí, ao identificar o fenômeno da preferência pela liquidez em favor dos títulos públicos indexados, em que os principais agentes da economia especularam contra a própria moeda nacional durante os choques externos dos anos 70, e durante todas as crises de vulnerabilidade externa nas décadas seguintes. Especulações tais, viabilizadas pelas debilidades estruturais do balanço de pagamentos no decorrer dessas décadas. Transformando inclusive, o próprio Estado, num parceiro do setor financeiro, na participação dos ganhos crescentes conforme avançava a aceleração inflacionária.

Palavras-chave: vulnerabilidade externa, preferência pela liquidez, inflação, e dívida interna.

Abstract

The financing of the Brazilian State from 1964 to 1993 made extensive use of extra-budgetary resources for the implementation of development projects and for the balancing of public accounts. Meanwhile the public debt itself, rather than serving as a means of classic non-inflationary finance, acted as a vehicle for private capital formation thanks to the use of “quasi-currencies” (indexed government securities). The Keynesian notion of liquidity preference in favor of indexed government bonds defines this situation where major economic players speculated against the national currency during the decades of external shocks beginning in the 1970s. This speculation proved to be generally successful due to the structural weakness of the balance of payments. The State became in fact a partner of the financial sector dividing with it the increasing profit from the accelerating inflation.

Key words: external vulnerability, liquidity preference, inflation, internal federal debt.

1. Introdução

A relação existente entre o papel da preferência pela liquidez na economia brasileira e a dinâmica do crescimento da dívida interna começou a se delinear a partir da formalização dos títulos públicos com a introdução da correção monetária. O conceito de dívida pública, parte do princípio do poder do Estado em colocar papéis no mercado financeiro como forma de se financiar sem ter de recorrer à emissão monetária. A análise sobre como se posiciona o mecanismo de financiamento do Estado para a aquisição de recursos extra-orçamentários, via emissão de títulos públicos, gera implicações de como se dá o comportamento do estoque desta dívida pública diante da hipótese de um possível quadro inflacionário.

Mais ainda pelo fato de que o propósito de introdução do modelo de dívida interna, que inicialmente visava à futura atração de capitais externos, se transformou num instrumento peculiar de convivência, por

décadas, de uma inflação abastecida por regras generalizadas de indexação, as quais foram responsáveis pela transformação das regras de capitalização dos setores privado e público da economia brasileira na direção da chamada "financeirização".

O resultado dessa financeirização para as finanças públicas se deu na construção de diversas manobras de adaptação do financiamento do Estado diante das regras de indexação dos diversos contratos da economia ao longo dessas décadas. O orçamento público passara então, após décadas de indexação progressiva dos ativos, a também depender dessa mesma indexação. No momento em que a inde-

xação dos tributos permitira também ao Estado se financiar através da corrosão diária de sua própria moeda. Isto posto, demonstrou-se a manifestação de uma forma não-convencional da preferência pela liquidez na economia brasileira, em que nos momentos de incerteza, agravados por crises de vulnerabilidade externa, a preferência por ativos líquidos se exacerbou na figura das "quase-moedas", ao invés da noção tradicional, pela retenção da moeda em contraponto às decisões de gasto e investimento.

Esse esquema também incluiu o governo federal na condição de sócio do processo inflacionário a partir do final da década de 80, quando a introdução da UFIR, na posição de indexador dos principais impostos, em conjunto ao represamento dos repasses dos fundos de participação dos estados e dos municípios, possibilitou a utilização da aceleração inflacionária como instrumento de fechamento das contas públicas e de amortização do estoque da dívida interna. A dívida interna deixara, na primeira metade da década de 90, de ser um estoque resultante de anos de acúmulos de rolagem de juros reais, em sua maior composição percentual, para ser diluída progressivamente até as vésperas do lançamento do Plano Real. Contando de tal modo com a inflação como o seu principal instrumento de amortização.

2. Da introdução da correção monetária às últimas etapas do desenvolvimento via II PND (1964-1980)

As reformas, bancária, financeira e monetária, introduzidas pelo regime militar, após o golpe de 1964, resumidas na figura do PAEG (Plano de Ação e Estruturação do Governo) criaram como eixo essencial desse sistema financeiro a

O orçamento público passara a também depender dessa mesma indexação

instituição da correção monetária. A correção monetária tinha como justificativa a introdução de um mecanismo automático de proteção dos títulos públicos contra a corrosão gerada pela aceleração inflacionária, e com isso, visava instituir um mercado de capitais a partir da captação de recursos no mercado interno; em que esses títulos, ao serem blindados contra quaisquer perdas causadas pela inflação, serviriam de base sólida para o Estado poder colocá-los no mercado, e assim, terem aceitação rápida. Proporcionando uma fonte extra de recursos, que em tese, seriam oriundos de um processo não inflacionário, apenas transferindo meios de pagamentos para outras modalidades de agregados monetários.

O primeiro título instituído sob a lógica da correção monetária foi a ORTN¹ (Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional), com a Lei nº 4357 de 16/07/1964, e anos mais tarde tendo sido resgatada toda a dívida mobiliária anterior a ORTN, através do Decreto-Lei nº 263, de 21/07/1967 (ALÉM; GIAMBIAGI, 1999, p. 108). Ao mesmo tempo em que foi instituído o mecanismo da correção monetária, o bojo de reformas lideradas pelo PAEG criou no ano seguinte, em 1965, o Banco Central, como autoridade monetária. A contrapartida da extinção da SUMOC (Superintendência Monetária e Creditícia), de responsabilidade do Banco do Brasil, veio através da Conta-Movimento. Conta esta, que permitia ao Banco do Brasil zerar todo o seu déficit de caixa diário junto ao Banco Central, produzindo na realidade uma monetização deste déficit, e uma fonte de recursos infinitos para o Banco do Brasil.

A duplicidade desta conta resultava do fato de que o Banco do Brasil não só continuara a atuar como banco comercial, mas não deixara de ser autoridade monetária, exercendo o direito de emitir moeda diariamente e não possuindo nenhuma forma de restrição aos empréstimos concedidos. A Conta-Movimento perdurou por mais de 20 anos, só sendo extinta em 1986, com o lançamento do Plano Cruzado.

Outro aspecto da política de colocação de dívida pública do governo militar foi a Lei Complementar nº 12 de 1971, que passou do Legislativo para o Executivo, o poder de administrar a colocação de títulos públicos, fazendo do orçamento monetário um instrumento que reunia a contabilidade das autoridades monetárias, e permitindo que esse fosse integrado às execuções orçamentárias tradicionais. Como decorrência disto, a ainda recente política de formação de dívida interna, instituída pelo PAEG, se somara ao leque de instrumentos responsáveis pela formação de recursos a serem disponibilizados para os investimentos públicos. Pode ser dito então, que a base do financiamento governamental à implementação dos projetos de desenvolvimento, tanto no milagre econômico (1967-1973), como no II PND (1974-1979), do ponto de vista da aquisição de recursos internos (desconsiderando-se o tanto o financiamento externo como os recursos do então BNDE) se pautou nesses instrumentos: a Conta-Movimento do Banco do Brasil, e o

Outro aspecto da política de colocação de dívida pública do governo militar foi a Lei Complementar nº 12 de 1971

¹ O prazo de resgate variava de 1 a 20 anos, e o valor nominal era reajustado periodicamente pelo valor da inflação passada mais uma taxa de juros de 6% a.a. Os ajustes nos valores dos títulos eram, inicialmente, trimestrais, passando a ser mensais no decorrer da década de 60, conforme os coeficientes de ajuste divulgados pelo Ministério da Fazenda. Além disso, para incentivar as ORTN, o governo determinou que quem comprasse o título até maio de 1966, poderia optar pela cláusula de correção monetária, ou pelo reajuste de acordo com a variação do dólar. A cláusula de correção cambial estabelecia que os detentores das ORTN, poderiam optar, ou pela correção do valor dos títulos em função dos coeficientes calculados pelo Banco Central, com base na variação da cotação da moeda em relação ao dólar oficial.

orçamento monetário, viabilizado pela Lei Complementar nº 12².

Em conjunto às ORTN³, foi criada pelo Decreto-Lei nº 1079 de 29/01/1970, a LTN⁴, Letra do Tesouro Nacional, cuja finalidade era a de iniciar um processo de sintonia fina no ajuste da oferta de moeda, sobretudo no que dizia respeito ao impacto monetário das operações com títulos públicos federais⁵. Numa política de curto prazo, que posteriormente passaria a ser conhecida por "Open Market". Neste contexto, a correlação entre inflação e dívida interna ainda não havia sido materializada como nas décadas seguintes, dado o também ainda pequeno estoque da dívida interna, tal que os efeitos sobre a não desvalorização desta, em função da

correção monetária, apresentavam efeitos desprezíveis sobre o orçamento público. A dívida interna não possuía, nesta época, proporções consideráveis para gerar qualquer forma de estrangulamento às finanças públicas⁶.

A principal fonte de financiamento, não só público, mas também privado, era o financiamento externo, num período favorecido pela quebra do padrão Bretton Woods, a partir de 1971, e pela reciclagem dos petrodólares (SERRANO, 2002). A velocidade de crescimento da dívida interna não apresentava significância mesmo na presença do endividamento externo, pois os recursos externos captados não precisavam ser necessariamente esterilizados, por que a política monetária

² "Essa lei concedeu autoridade e flexibilidade absolutas às autoridades monetárias, na administração da dívida mobiliária interna, com a eliminação dos limites anteriormente existentes de expansão da dívida. Ela permitiu ao Banco Central emitir títulos por conta do Tesouro Nacional, e contabilizar os correspondentes encargos no próprio giro da dívida pública, sem que estes tivessem que transitar pelo Orçamento Geral da União. A Lei Complementar nº 12 outorgava às autoridades monetárias uma enorme flexibilidade na administração da dívida pública interna, inclusive para o financiamento de dispêndios extra-orçamentários. A partir de então, o Banco Central, como administrador da dívida pública, ficou encarregado de todas as ofertas públicas de títulos, bem como do resgate e do pagamento dos juros, determinando o montante de cada emissão, influenciando nas taxas de captação, e administrando os recursos oriundos da colocação primária de títulos. Além disso, cabia a ele baixar normas administrativas e a iniciativa de propor alterações legais que envolvessem a dívida mobiliária da União. Assim, o Banco Central passava a realizar emissões primárias de títulos não só para atender ao giro da dívida interna, ou para fins de política monetária — na neutralização dos efeitos expansionistas das operações cambiais, por exemplo, mas também para arcar com os repasses de recursos para os programas de fomento, e para demais operações conduzidas pelas autoridades monetárias por conta e ordem do Tesouro Nacional. Essas operações não eram registradas no Orçamento Geral da União, mas ficavam embutidas no chamado "orçamento monetário", não sendo explicitado o montante do déficit do governo em suas relações com o restante do sistema econômico" (ALÉM; GIAMBIAGI, 1999, p. 113).

³ Devido à pontualidade dos pagamentos, às taxas de juros reais positivas e à eficiente campanha de divulgação, uma demanda voluntária pelas ORTN surgiu de forma rápida. Entre 1966 e 1971, a demanda por ORTN cresceu mais do que a necessidade de captação do governo federal. Este excedente de financiamento promoveu diversos programas de crédito e aumentou de forma expressiva os recursos disponíveis para os governos locais. As ORTN foram lançadas, a priori, com prazo de 1 ano, mas passaram a ser emitidas com prazos mais curtos, dado ao incremento de demanda por essa modalidade de título indexado, uma amostra inicial do que seria, anos mais tarde, e a exacerbação da preferência pela liquidez, manifestada pelas quase-moedas. Apesar de não ter sido criada com o objetivo de ser unidade de conta, as ORTN ganharam um espaço notório, por passarem a ser usadas com referência de valor para outros contratos.

⁴ As LTN foram criadas em 1970 com prazos de 42, 91, e 182 dias. Por serem simples, eram mais apropriadas para as operações de mercado aberto. As LTN eram títulos prefixados e alguns mecanismos de subscrição compulsória e isenção fiscal garantiram a colocação desses títulos no mercado. Essa isenção fiscal consistia na utilização como lastro em depósitos compulsórios, como garantia na cobertura de reservas técnicas das seguradoras e composição de fundos, e na aplicação de recursos externos que não estivessem empregados nas operações de repasses cambiais, no pagamento de tributos federais, entre outros.

⁵ As LTN representaram a demarcação oficial do chamado processo de esterilização, pois a combinação de expansões monetárias, provenientes da entrada de recursos externos, e a colocação de dívida pública interna no mercado financeiro, resultaram da definição do conceito de ajuste da política monetária no curto prazo, de modo a impedir, que a emissão monetária, oriunda das divisas convertidas internamente, produzissem efeitos inflacionários.

⁶ As repercussões dos choques externos sobre as finanças públicas só começaram a ser sentidas no final dos anos 70 e início dos anos 80, até então o crédito externo barato, e a política econômica expansionista diluíam os possíveis efeitos de um endividamento que representasse o fim da poupança pública propriamente dita.

expansionista⁷ fora a marca de um processo de crescimento que associava captação externa com crédito interno, e não com endividamento interno⁸.

A combinação de políticas fiscais e monetárias expansionistas advinha de um programa direcionado ao estímulo da demanda agregada, ao investimento público

(via empresas estatais) e a todo um sistema de incentivos à exportação de manufaturados (BONELLI, 2004, p. 315). As empresas estatais tiveram papel central no milagre econômico e no II PND⁹, por serem as principais captadoras do financiamento externo, inclusive tendo sido a principal fonte de repasse para a iniciativa privada.

Tabela 1. Dívida Interna, Carga Tributária, Cresc. PIB, e Inflação

Anos	Dívida Interna (% PIB)	Carga Tributária (% PIB)	Cresc. PIB (%)	Inflação (IGP)
1964	0,6	17,0	3,4	92,1
1965	0,4	19,0	2,4	34,2
1966	1,8	21,0	6,7	39,1
1967	3,8	20,5	4,2	25,0
1968	3,3	23,3	9,8	25,5
1969	3,2	24,9	9,5	19,3
1970	4,4	26,0	10,4	19,3
1971	5,9	25,3	11,3	19,5
1972	7,5	26,0	11,9	15,7
1973	4,3	25,1	14,0	15,6
1974	4,6	25,1	8,2	34,6
1975	6,0	25,2	5,2	29,4
1976	9,4	25,1	10,3	46,3
1977	9,7	25,6	4,9	38,8
1978	9,9	25,7	5,0	40,8
1979	8,6	24,7	6,8	77,2
1980	6,7	24,5	9,2	110,2

Fonte: Banco Central do Brasil, IBGE, FGV

⁷ "Após o ajuste das contas públicas, efetuado pelo PAEG, e com os salários rigidamente controlados, a inflação passou a apresentar um forte componente de custos, decorrente da grande capacidade ociosa existente e dos altos custos financeiros. A solução para a continuidade da queda da inflação seria a retomada do crescimento econômico, tendência verificada em toda a economia mundial da época. Para isso, era fundamental que se adotasse uma política monetária expansiva e que houvesse um grande aumento no crédito ao setor privado, estimulando a produção para o mercado interno e externo" (MARQUES; REGO, 2002, p. 111).

⁸ Parte das divisas, obtidas com a entrada de recursos externos, era esterilizada e convertida em dívida interna, porém a maior parte sem dívida era direcionada para o crédito interno.

⁹ "As empresas estatais, conforme determinação governamental, só podiam ter acesso ao sistema financeiro externo, estando impedidas de recorrer ao crédito interno. As estatais, com seus imensos ativos, eram o mercado ideal para o sistema financeiro internacional, que já estava reciclando os petrodólares, isto é, os imensos excedentes que os países árabes exportadores de petróleo começavam a acumular com o aumento dos preços do produto. Nesse quadro de grande liquidez internacional, a conjuntura econômica mundial adversa reduziu os demandantes de crédito. O governo brasileiro e suas grandes empresas passaram a ser praticamente os únicos grandes tomadores de recursos do sistema financeiro internacional. Dessa maneira, entraram no país recursos que financiaram nossos déficits em transações correntes, causados pelo aumento dos déficits das balanças comercial, e de serviços. A deficiência deste esquema de financiamento reside no fato de que os empréstimos eram concedidos a taxas de juros flutuantes, em uma conjuntura econômica mundial em que já não se praticavam as taxas de juros reais negativas dos anos 60" (MARQUES; REGO, 2002, p. 123).

Esta constatação demonstrava o papel da vulnerabilidade externa sobre a economia brasileira, que seria sentida na virada dos anos 70 para os 80. O processo de estatização da dívida externa, determinaria o início do colapso das finanças públicas, incluindo as perdas acumuladas de receitas fiscais em função da série de renúncias e subsídios; vide os exemplos do setor de bens de capital durante o II PND e da gradual queda da carga tributária, que passara a ser substituída pelo então lento e progressivo "crescimento" da dívida interna. A exacerbação do problema da vulnerabilidade externa tomara dimensão com o choque do petróleo de 1973 e com o direcionamento da política econômica em favor da continuidade do

crescimento pautado no financiamento externo, que acentuara o déficit em transações correntes.

O consumo de petróleo passou de 21 milhões de m³ em 1967, para 46 milhões de m³ em 1973, e a importação passou de 59% para 81% do consumo interno (HER-

MANN, 2004, p. 95), podendo-se atribuir à questão da substituição energética, um dos pontos centrais da execução do II PND como tentativa de redução da principal vulnerabilidade do balanço de pagamentos.

Na questão inflacionária, em pleno período de aumento do preço do principal insumo industrial importado, e de modo óbvio, de seus derivados, ficava cada vez mais impossível amortecer os repasses em cadeia destes reajustes por instrumentos que proporcionassem economias de escala, de

modo semelhante ao praticado durante o milagre econômico. Por conta disto, o ano de 1976, marcou o início da reversão na política monetária pelo aumento da taxa básica de juros, por instrumentos de controle ao crédito e pela respectiva elevação destas taxas de juros praticadas pelo mercado.

A repercussão dessa estratégia sobre o estoque da dívida interna resultou não só no seu crescimento, mas no crescimento da parcela não monetizada¹⁰, passando de 12,7% do total da dívida interna em 1970, para 44,6% em 1976, e 59,3% em 1980 (DIAS CARNEIRO, 1989, p. 315). Num processo nítido de redução da demanda por moeda com o crescimento da inflação, transferindo base monetária em favor dos títulos públicos na composição dos agregados monetários. Outro ponto determinante para o crescimento da emissão de títulos nesse período como proporção do PIB, correspondia, durante o II PND, às operações de "esterilização" da entrada de capital no mercado cambial (HERMANN, 2004, p. 104). A esterilização era utilizada por motivo do modelo de câmbio fixo empregado¹¹. Até o final da década de 70, a política de esterilização já representava um elemento significativo no crescimento da dívida interna, em conjunto ao déficit público primário.

Nesse contexto, a inflação acabara por exercer dois efeitos distintos sobre o estoque da dívida interna de 1976 a 1980. No primeiro momento, a aceleração inflacionária fez, por conseguinte, elevar a correção monetária, e por extensão as taxas nominais de juros. No segundo momento, a estratégia de prefixação da correção monetária, no início de 1980, impôs uma corrosão à remuneração desses títulos, na desvalori-

¹⁰ Exatamente a parcela correspondente aos títulos públicos (ORTN e LTN).

¹¹ Esse mecanismo difere da política monetária expansionista empregada durante o milagre econômico, pois durante o II PND o estímulo à demanda era praticado de acordo com os setores pré-determinados, sobretudo na substituição de importações de insumos industriais e bens de capital, vis-à-vis que em meados da década de 70, por razão da aceleração inflacionária, o crédito interno começava a sofrer restrições.

zação do estoque total da dívida interna, apesar do recrudescimento ainda maior da inflação. Nesse período, a dívida interna passou de 9,4% do PIB em 1976, para 6,7% em 1980, quando a inflação saltara de 46,3% para 110,2% (vide tabela 1). No período 1979-1980¹², a senhoriação atuou na monetização de parte dessa dívida, no momento em que a carga tributária também fora achatada pela corrosão inflacionária sobre as receitas públicas, fechando a década em 24,5% do PIB, apesar de ter registrado valores superiores à casa dos 25% durante a década de 70, tendo atingido 26,0% em 1970 e também em 1972.

3. A indexação como instrumento definitivo da “capitalização” do setor bancário-financeiro da economia (1981-1990)

O início definitivo do processo de endividamento interno com proporções consideráveis foi sem dúvida o ano de 1981 (LUPORINI, 2001). A aceleração inflacionária por conta do fracasso da tentativa de pré-fixação da correção monetária no ano anterior empurrou o governo a se refugiar num bojo de medidas ortodoxas, e o peso dessa nova modalidade de política monetária recaiu diretamente sobre a dívida interna. Agora o governo federal passara a emitir títulos como forma de cobrir os déficits em caixa e “esterilizar” a entrada de divisas. A ordem era impedir qualquer forma de monetização vis-à-vis o controle sobre a demanda agregada. O instrumento da dívida pública entrava em definitivo

na rota do arsenal antiinflacionário, e isto como consequência assumiu contornos irreparáveis, sendo o início de fato do estrangulamento da capacidade de promoção do desenvolvimento liderado pelo Estado.

Todo o esquema de ajuste recessivo¹³ para a redução da absorção interna, no período 1981-1983, resultou no crescimento do estoque da dívida interna e na proporção desta no PIB. O crescimento da dívida externa gerou o proporcional crescimento da dívida interna, via mecanismo de esterilização. Vem justamente desse período a solidificação do processo de transferência da riqueza pessoal sob a forma de haveres monetários para os haveres não monetários. As quase-moedas substituíram a moeda clássica nesse processo de explicitação da preferência pela liquidez.

Os títulos públicos se prontificaram como ativos de alta liquidez e segurança, e acima de tudo de curto prazo, prazo esse que cada vez mais vinha sendo comprimido.

Ao contrário das décadas anteriores, o período 1981-1993 apresentou como marca a desaceleração do crescimento, ou de certa forma, fases prolongadas de estagnação, alternadas por pequenas fases de recuperação da atividade econômica. O abandono do modelo de desenvolvimento, instituído dos anos 30 aos 70, veio seguido por décadas de debilidade fiscal, onde a presença da dívida interna simbolizou o estancamento da capacidade empreendedora do Estado brasileiro¹⁴.

O governo federal passara a emitir títulos como forma de cobrir os déficits em caixa e “esterilizar” a entrada de divisas

¹² Em agosto de 1979, o governo fixou a taxa de câmbio, a taxa de juros e a correção monetária, o que promoveu uma queda abrupta no valor real da dívida interna e um desaquecimento da demanda por títulos.

¹³ “A década de 1980 foi, em sua totalidade, dominada pela questão do endividamento externo e suas implicações. Entre estas se incluem, com destaque, a aceleração inflacionária e a recessão do triênio 1981-1983, iniciada por um conjunto de medidas visando contrair a absorção interna e incentivar as exportações para aumentar as exportações líquidas. Essa estratégia foi seguida ao longo do quadriênio 1981-1984” (BONELLI, 2004, p. 317).

¹⁴ Ver (GONÇALVES; POMAR, 2002, p. 48).

Entre 1980 e 1984 houve uma modificação considerável na composição dos títulos públicos na direção das ORTN. A dívida interna do governo federal passou a consistir quase que exclusivamente de dois tipos de títulos: Letras do Tesouro Nacional (LTN), em porção minoritária, com vencimento de 91 a 182 dias, medidas com base em descontos, e na maior parte de Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN), de duas categorias: 2 anos a 6% e 5 anos a 8% – vendidas em leilão.

O estoque nominal das letras em circulação aumentou, entre o fim de 1980 e o fim de 1984, de 250 bilhões de cruzeiros para cerca de 5,5 trilhões, decaindo assim de 1,4% para 0,8% do PIB. Em contraste, o estoque nominal das Obrigações do Tesouro aumentou de aproximadamente 600 bilhões de cruzeiros, no fim de 1980, para cerca de 85 trilhões de cruzeiros quatro anos depois, ou de 3,2% para cerca de 13% do PIB. Sua participação na dívida interna do Tesouro cresceu de 4,6% do produto interno em

1980, para 14% em 1984¹⁵. Tendo havido, portanto, um aumento de 70% para 94% no total da dívida interna, representando assim, a preferência do mercado por títulos indexados (GOLDSMITH, 1986, p. 548).

No mesmo período, a dívida externa pública saltou de US\$ 37 bilhões para US\$ 70 bilhões, ou seja, de 12% para 30% do PIB. Quanto à dívida total, vale lembrar o efeito da correção monetária sobre os dé-

bitos internos indexados e a desvalorização do cruzeiro de 30% em 1983, refletindo sobre o ônus do governo federal quanto ao dispêndio em moeda nacional, referente aos pagamentos dos juros da dívida externa. O papel das operações de esterilização foi sem sombras de dúvidas o fator desencadeador da conversão de dívida externa em dívida interna nesse período, ao contrário da afirmação de que a explosão da rota do processo de endividamento interno seria herança dos gastos públicos com os investimentos do II PND. Afinal de contas, como explicar que as trajetórias da dívida interna e da inflação tenham disparado justamente no período em que mais se praticou cortes de gastos e de investimentos públicos em todos os setores? Simples, a resposta está na junção da elevação ostensiva de juros com uma realidade de uma economia plenamente indexada. Quando houve meramente o repasse dos aumentos dos custos financeiros para os preços finais praticados no mercado livre e em acréscimo se dava o processo de esterilização da entrada de recursos externos face à questão de se manter controlado o nível da absorção interna, impedindo a expansão da demanda agregada.

Esse processo mostrou uma reestruturação da concepção original da LTN, instituída como instrumento de *open market* na lógica do curto prazo, tendo seu espaço reduzido em favor da ORTN durante as fases mais agudas do ajuste recessivo, que perdurou até 1984; mesmo inclusive pelo fato da LTN ter sido concebida como precursora das operações de esterilização, pois os títulos indexados é que passaram a ser realmente os papéis de maior aceitação do mercado. A

¹⁵ Nos primeiros meses de 1984, visando reduzir o grau de risco das instituições financeiras, o Banco Central iniciou a recompra das ORTN com correção cambial e incentivou a compra de títulos com correção monetária. Algumas alterações foram feitas em relação às ORTN; o vencimento passou a ser no primeiro dia de cada mês (em vez do dia 15), o cálculo dos juros passou a ser feito pelo valor final corrigido do papel (e não mais pelo valor médio), e por fim revogou-se a cláusula cambial das ORTN de cinco anos emitidas a partir de 1985. Ainda em 1985, ocorreram mais três alterações na metodologia de cálculo da correção monetária. Essa era baseada no IGP-DI do mês anterior e passou a ser calculada a partir da média geométrica dos três meses anteriores ao mês de referência. Posteriormente, a correção monetária voltou a ser estabelecida com base no mês anterior, e por fim, o IPCA passou a ser utilizado como índice oficial da correção monetária.

dimensão do processo inflacionário, assumido a partir de 1983, acabou por agravar a tendência ascendente do endividamento interno pelas razões mais peculiares e até então impossíveis de ter sido previstas. A política fiscal procíclica servira de contrapeso à política de juros praticada, num contexto em que os superávits primários representaram 36,3%, e 64,7% do total da carga de juros, respectivamente em 1983 e 1984 (CARNEIRO, 2002, p. 188). O superávit primário alcançado, como proporção do PIB, nesses dois anos foi de 2,4% em 1983, e de 4,6% em 1984 (vide tabela 2).

A queda do superávit primário a partir de 1986 pôde ser observada como um exemplo de deterioração fiscal resultante do enrijecimento das expectativas inflacionárias após as tentativas de controle por meio de congelamento de preços e salários. A taxa média registrada dos superávits primários entre 1986 e 1989 se situara acima de 1%, enquanto que a taxa do período 1983-1985 superara os 3%, o que demonstra o grau de corrosão às finanças públicas gerado pelos picos de aceleração inflacionária entre 1986 e 1989¹⁶. Já a taxa média do déficit operacional superou os 5% por razão da manutenção da carga de juros também superior à taxa de 5% nesse mesmo período. Um claro sinal da insistência no gradualismo ortodoxo a cada fracasso na execução dos pacotes de combate à inflação.

O período 1986-1989 representou uma relativa estabilidade na razão Dívida Interna/PIB, alcançada mediante a manipulação de diversos índices de correção monetária durante os planos econômicos,

tais expurgos tinham a função de contrabalançar as perdas de arrecadação com determinados impostos, que até então não estavam plenamente indexados, os quais eram responsáveis inclusive pela redução dos superávits primários à época.

Tabela 2. Déficit público por componente (%) PIB (1983-1989)

Anos	Déficit operacional	Carga de juros	Superávit primário
1983	4,2	6,6	2,4
1984	2,5	7,1	4,6
1985	4,3	6,9	2,6
1986	3,6	5,1	1,5
1987	5,5	4,6	0,9
1988	4,3	5,6	1,3
1989	6,9	5,9	1,0

Fonte: CARNEIRO, 2002

A relação clássica entre déficit público e inflação foi refutada nesse ínterim, pois a tão citada correlação perdeu seu valor notório diante da constatação de que a aceleração inflacionária se dera justamente num período de formação de superávits primários. Ficava evidente o crescimento da dívida interna e da inflação, a exemplo de 1981, quando a dívida interna chegara a 12,6% do PIB, com uma inflação anual de 95,2%; e em 1984, quando fora registrado um patamar de 25,3% do PIB para a dívida interna, com uma inflação de 223,9% (vide tabela 3). Em contraponto a uma política fiscal contracionista, com ênfase no corte de gastos e investimentos¹⁷. Como justificativa, havia o funcionamento de uma

¹⁶ "O aumento dos gastos com as correções monetária e cambial da dívida pública e, simultaneamente, a queda da carga tributária e da demanda real por base monetária reforçaram a tendência de estreitamento das fontes de financiamento público. As consequências foram a crescente pressão sobre a dívida pública e o aumento da liquidez da economia, com a expansão monetária e a transformação da dívida mobiliária em ativo quase monetário, contribuindo para ampliar o grau de instabilidade econômica" (BATISTA Jr., 1989).

¹⁷ "A precariedade de tal ajuste estava no fato de a carga tributária continuar se reduzindo, o que o tornaria dificilmente sustentável. Em outras palavras, a inflação e a nova orientação do crescimento, somados ao aumento da carga de juros, continuavam erodindo a carga tributária líquida. Dessa forma, a continuidade da redução do déficit público para patamar baixíssimo, incluindo a realização de novos cortes, incompatíveis com as necessidades mínimas do crescimento econômico" (CARNEIRO, 2002, p. 186).

Tabela 3. Dívida Interna, Carga Tributária, Cresc. PIB, Inflação

Anos	Dívida Interna (% PIB)	Carga Tributária (% PIB)	Cresc. PIB (%)	Inflação (IGP)
1981	12,6	25,2	- 3,7	95,2
1982	16,1	26,2	0,8	99,7
1983	21,4	26,9	- 2,9	211,0
1984	25,3	24,2	5,4	223,9
1985	21,7	23,8	7,8	235,0
1986	23,7	26,5	7,5	65,0
1987	19,3	24,3	3,5	415,8
1988	21,3	23,4	0,1	1037,6
1989	21,7	23,7	3,2	1782,9
1990	17,8	29,6	- 4,3	1476,6

Fonte: Banco Central do Brasil, IBGE, FGV

também política monetária contracionista, que elevava a carga de juros reais. Tal eixo se dava na compressão da absorção interna e operava através do refinanciamento dos encargos da dívida externa, cujo enfoque se dava na geração de superávits comerciais¹⁸, enquanto a política fiscal se encarregava dos superávits primários.

A principal peculiaridade dessa época está no fato de que a política monetária “contracionista” promovera o endividamento via despesas com juros reais, ao passo que a política fiscal “contracionista” reduzira o déficit público. No balanço final, vencia a política monetária, ao impulsionar o endividamento interno, demonstrando que o acirramento da ortodoxia, que tinha como promessa o controle da inflação, não apenas falhara, mas conduziu o funcionamento da economia para bases financeiras não-produtivas. Bases essas, que tinham na dívida pública um refú-

gio diante da perda da confiança da moeda corrente, e que direcionavam o fluxo de liquidez da economia (em sua maior parte) para o circuito financeiro. Numa configuração oriunda da combinação entre política monetária e correção monetária, que se estendeu até a introdução do Plano Real, em 1994, e cuja lógica se baseava na formação de lucros a partir de ativos financeiros plenamente indexados. Desviando recursos da esfera produtiva, e sendo auto-alimentados por toda uma rede bancária e financeira, cujo alicerce era a colocação de papéis da dívida pública¹⁹.

Dentro da realidade de inflação crônica, a análise da dívida interna na segunda metade dos anos 80 é feita sobre a presença das regras de indexação dos planos econômicos. O Plano Cruzado²⁰, em 1986, extinguiu a Conta-Movimento, que permitia a monetização automática e diária dos déficits de caixa, e também promoveu a redução do

¹⁸ “No processo de estatização da dívida externa e da centralização das obrigações em mãos do governo federal, instituiu-se a conta Aviso MF-30. Conta cujo saldo líquido do setor público consolidado é zero, e registra os créditos da União junto a estados, municípios e suas empresas estatais, e os débitos desses níveis de governo para com a União, decorrentes da assunção, pelo governo federal, de passivos externos dessas entidades” (GONÇALVES; POMAR: 2002, 34). Esta conta se somara às outras formas de expansão da dívida mobiliária interna.

¹⁹ Apenas durante as fases de congelamento, nas execuções dos planos econômicos, incluindo o bloqueio de liquidez ocorrido no Plano Collor I, é que ocorreu uma parcial ruptura do esquema financeiro montado entre a correção monetária e a política monetária. Fora disso, a dívida interna, com os prazos de vencimento de seus títulos cada vez mais curtos, se mostrara como uma ponte entre o financiamento lucrativo do setor privado e o próprio financiamento do governo.

²⁰ No Plano Cruzado, a ORTN foi transformada em OTN, passando a ter valor nominal fixo, visando o fim da indexação nos contratos da economia.

estoque da dívida interna, por conta da monetização de parte dos títulos públicos.

A concepção do Plano Cruzado, sob taxas de juros reais negativas, tinha como meta não somente a reorientação das expectativas embutidas nos contratos, mas a preocupação quanto ao des controle do crescimento da dívida interna, caso fossem praticadas taxas básicas de juros elevadas num cenário de estabilização de preços (MODIANO, 1989, p. 360). O crescimento do estoque total da dívida interna²¹ entre 1986 e 1989 é o retrato do fracasso dos processos de congelamento e de descongelamento de preços e salários no controle da inflação. Vindo a produzir uma exacerbação da preferência pela liquidez dos detentores de títulos públicos, que refletiu no crescimento das taxas de juros, e no respectivo encurtamento dos prazos de resgate dos títulos públicos.

As tentativas malogradas de combate à inflação por meio dos Planos Cruzado, Bresser, e Verão tiveram como reverso o enrijecimento das expectativas inflacionárias diante de sucessivos congelamentos, o que sob a

óptica da composição da dívida pública fez prevalecer os títulos sob a forma de “overnight”, de rolagem diária. O resultado foi um crescimento do estoque nominal da dívida interna (medido em dólares) de US\$ 58,4 bilhões em 1986 para US\$ 99,81 bilhões em 1989 (vide tabela 4), mantida estável, entretanto, a razão Dívida interna/PIB nesse período, conforme os dados da tabela 3.

Ao final de 1986, o Plano Cruzado II trouxe o descongelamento do valor da OTN, a adoção de um novo índice oficial de inflação, o Índice de Preços ao Consumidor (IPC), e as LBC substituíram as OTN no papel de indexadores de ativos. As mudanças que ocorreram durante esse ano alteraram bastante o perfil da dívida mobiliária. O congelamento de preços promoveu uma expansão do consumo e as incertezas quanto às regras de indexação fizeram com que a demanda por títulos caísse, e assim, grande parte da dívida foi absorvida pelo Banco Central. Em 1987, devido à confusão gerada pelo duplo papel das LBC²² (instrumento de política monetária e indexador da

²¹ “O aspecto a ressaltar no financiamento do déficit e na composição da dívida líquida do setor público é o caráter de curtíssimo prazo que assume o financiamento, principalmente pela dívida mobiliária que, do ponto de vista dos aplicadores, possui liquidez imediata. A crescente liquidez dos títulos públicos tem dois determinantes principais: a progressiva precariedade das finanças públicas e a aceleração da inflação associada à manipulação dos indexadores, que exacerbam os riscos de perda patrimonial. Num contexto em que parcela crescente da riqueza dos agentes superavitários consiste em riqueza financeira de grande liquidez, a contrapartida da deterioração do financiamento público é a possibilidade de conversão dessa liquidez em poder de compra, desencadeando a hiperinflação” (CARNEIRO, 2002, p. 203).

²² “O governo permitiu um progressivo encurtamento do prazo das aplicações financeiras e aperfeiçoou o título público que servia de base à emissão de depósitos de curtíssimo prazo pelos bancos. No primeiro caso, deu segmento a uma tolerância iniciada já durante o ajustamento, foi reduzido de três meses para um mês o prazo de resgate dos depósitos populares de poupança. Podemos afirmar que na estrutura financeira vigente após 1985, no Brasil, o prazo de 30 dias passou a ser, virtualmente, o prazo máximo das aplicações financeiras e da maioria dos contratos de dívida. Quanto ao aperfeiçoamento dos títulos públicos que davam fundamento à emissão da moeda indexada, a principal inovação consistiu na criação, em 1986, da Letra do Banco Central (LBC), substituída em 1987 pela letra financeira do tesouro (LFT). A característica da LBC (LFT) residia na forma do seu rendimento, equivalente à taxa do mercado aberto. O governo assegurava liquidez aos títulos que emitia, a qualquer prazo, mantidos pelas instituições financeiras. Com a introdução da LBC, passou a não haver descompasso, nem em termos de liquidez, nem quanto à rentabilidade, entre os depósitos de curto prazo que as instituições aceitavam do público e suas próprias aplicações. Cabe observar que antes da criação da LBC (LFT) o rendimento dos títulos públicos, que compunha a carteira das instituições, era prefixado pela Letra do Tesouro Nacional – LTN). De acordo com um deságio definido no ato da aquisição, ou pós-fixado (Obrigações do Tesouro Nacional – OTN) segundo os índices de correção monetária ou cambial. Dada a instabilidade das taxas de juros de curtíssimo prazo, isso frequentemente causava desequilíbrio na rentabilidade da carteira das instituições financeiras. Por isso, o governo desenvolveu também os mecanismos de indexação diária da economia. A fixação do valor do “Bônus do Tesouro Nacional” (BTN – um título escritural e de referência para os contratos, criado em 1989), com base em projeções da inflação mensal, permitiu não apenas que o câmbio (cuja indexação diária foi inaugurada em 1985), mas todo e qualquer tipo de pagamento (recebimento contratual, aplicações financeiras, contratos de prestação de serviços, dívidas, etc) e até mesmo os preços de bens e serviços fossem indexados à taxa do dia. Ao aceitar a regulação a emissão do “dinheiro financeiro”, pelos bancos, permitir a redução dos prazos e assegurar liquidez e indexação diária, a gestão monetária aperfeiçoou condições para o desenvolvimento da “moeda indexada” e, assim, sancionou a existência, na prática de duas moedas na economia” (ALMEIDA; BELLUZZO, 2002, p. 151).

economia), a atualização do valor nominal da OTN passou a ser somente baseada no IPC. E por fim, as LTN deixaram o mercado por razão do grande aumento da inflação. Na mesma época foram criadas também as Letras Financeiras do Tesouro (LFT)²³, com características semelhantes às LBC, tendo sido, o Banco Central, à época, proibido de emitir novos títulos.

A moratória da dívida externa de 1987 estabilizou em parte o grau de endividamento público líquido, que apesar do saldo de 1987 ter crescido em mais de US\$ 10 bilhões em relação a 1986 em razão do acúmulo de juros vencidos, o dispêndio interno, decorrente dos serviços externos, fora amenizado. A dívida interna registrou assim uma relativa estabilização

de seu estoque, de US\$ 58,40 bilhões em 1986 para US\$ 60,88 bilhões em 1987. No entanto, os juros altos, provenientes da política "feijão-com-arroz" de 1988 e 1989, fizeram com que a dívida interna saltasse de US\$ 69,54 bilhões em 1988 para US\$ 99,81 bilhões

em 1989, a maior variação da década para um único biênio (vide tabela 4). Enquanto que a dívida externa variara apenas de US\$ 84,26 bilhões em 1988 para US\$ 87,85 bilhões em 1989, graças aos expressivos superávits comerciais, mesmo com as dificuldades vivenciadas pelo balanço de pagamentos por conta do fechamento de linhas de créditos internacionais, como

decorrência ainda da decretação da moratória de 1987.

Linhas essas, as quais se mostravam indisponíveis apesar do pagamento de parte dos juros atrasados a partir de 1988, e que só retornaram gradativamente no início da década de 90 com a abertura da conta de capitais para o recebimento de investimentos estrangeiros de portfólio, e com o processo de renegociação da dívida externa, em 1994. A aceitação das regras do Plano Brady²⁴ foi uma condição mais do que imposta pelos organismos internacionais para o lançamento de títulos brasileiros no mercado internacional (*bradies*).

O Plano Verão, de 15 de janeiro de 1989, como de costume, determinou o congelamento de preços e salários e a desindexação da economia, eliminou a correção monetária, causando perdas para os detentores de títulos com retorno fixo, e colocou no mercado mais OTN com correção cambial, com a troca das OTN²⁵ existentes por LFT. A política de juros reais elevados fez com que as LFT²⁶ aumentassem mais ainda o custo da dívida. A resistência do processo inflacionário diante de uma nova rodada de congelamentos e descongelamentos obrigou a equipe econômica a retomar a correção monetária, criando um novo indexador, o Bônus do Tesouro Nacional (BTN), e em seguida o BTN-fiscal, de reajuste diário. Com o crescente clima de instabilidade, se introduziu a indexação diária e se retornou ao processo de minidesvalorizações diárias, havendo inclusive, a opção pelo lançamento de BTN com cláusula de

O Plano Verão determinou o congelamento de preços e salários e a desindexação da economia

²³ Ambas, a LFT e a LBC possuíam as mesmas características de indexação e correspondiam a um ativo vendido com desconto sobre seu valor de face corrigido diariamente pela média dos juros.

²⁴ Regras que incluíam a liberalização de diversos setores da economia, com destaque à movimentação de capitais financeiros e à realização de um amplo programa de privatizações.

²⁵ Com o Plano Verão, foram extintas a OTN, a OTN-fiscal e a URP, no intuito de eliminar a indexação da economia.

²⁶ Ao final de 1989, quase todo o estoque da dívida interna era composto por LFT, numa demonstração óbvia do papel da preferência pela liquidez num cenário de descontrole inflacionário. Comportamento este, não só dos compradores dos títulos públicos, mas dos próprios bancos ao direcionarem seus respectivos ativos para as "quase-moedas" mais líquidas possíveis.

Tabela 4. Dívida Líquida do Setor Público (1982-1990). Saldo em US\$ milhões.

Discriminação	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Dívida líquida	86.625	96.776	105.467	118.998	140.207	152.841	153.807	167.676	162.770
Total (A+B=I+II+III)									
A/Dívida Interna	38.534	34.787	42.363	49.084	58.400	60.888	69.540	99.817	71.614
B/Dívida Externa	40.091	61.989	63.104	69.914	81.807	91.953	84.267	87.859	91.163
I. Governo Federal e Banco Central	23.518	35.812	41.074	42.807	56.692	60.720	61.869	89.884	68.057
II. Governos Estaduais e Municipais	14.478	12.034	13.334	16.029	18.652	21.383	21.827	27.612	26.294
III. Empresas Estatais e Ag. Descentralizadas	48.629	48.930	51.059	60.162	64.162	70.205	70.111	70.180	68.426

Fonte: ALMEIDA; BELLUZZO, 2002

correção cambial. Os prazos desses títulos eram de até 25 anos com juros máximos de 12% a.a., calculados semestralmente sobre o valor nominal reajustado, ou de acordo com a variação do dólar de venda no mercado de câmbio.

A chamada reestruturação da dívida interna, ou melhor dizendo, o *default* da dívida pública só ocorreu com o Plano Collor I, em 16 de março de 1990, quando o bloqueio de 75% dos ativos financeiros permitiu ao governo promover a troca compulsória de LFT por BTN mais um rendimento de 6% a.a., e ao Banco Central recomprar LFT no mercado e trocar títulos privados por LBC, visando financiar instituições com deficiências de recursos em função da extrema carência de liquidez por conta do bloqueio de seus ativos. O rearranjo das contas públicas através do confisco temporário do haveres financeiros, com destaque ao M2 (meios de pagamento mais títulos públicos), resultou na redução da razão Dívida Interna / PIB de 21,7% em 1989 para 17,8% em 1990 e na redução de seu estoque de US\$ 99,81 bilhões em 1989 para US\$ 71,61 bilhões em 1990 (vide tabelas 3 e 4).

Corroborou-se de tal modo a tese de que a inflação brasileira possuía ca-

racterísticas próprias, inerciais e que até o maior choque monetarista de toda a história não fora capaz de eliminar as raízes de sua natureza inercial, as quais estavam arraigadas na própria lógica de financiamento do Estado brasileiro, a indexação. A mentalidade inflacionária embutida no funcionamento dos contratos, inclusive nos tributos, retornara conforme os primeiros sinais do reaparecimento da liquidez, em meados de 1990, o que demonstrou a ingenuidade teórica da ortodoxia ao conceber que feito o “ajuste fiscal”, este eliminaria a razão da existência do processo inflacionário, ou seja, a necessidade de emissão de moeda para a cobertura dos déficits públicos.

4. “Boca de Caixa” versus “Efeito Tanzi”: as diversas manobras orçamentárias produzidas por décadas de convivência da indexação num ambiente de inflação crônica (1991-1993)

A volta da inflação em patamares semelhantes aos das vésperas de lançamento de todos os planos econômicos anteriores forçou à criação de um novo título pré-fix-

do, o Bônus do Banco Central²⁷ (BBC). Numa remota tentativa de reduzir os custos gerados pelas LFT (pós-fixadas), baseadas no mecanismo de overnight (de rolagem diária).

A viabilização do mecanismo “overnight” só era possível mediante outro mecanismo, o da zeragem automática, que consistia na recompra automática de todos os títulos não comercializados que excediam na carteira dos bancos ao final de cada dia. Com isso, na prática, exercia-se uma política monetária passiva, obrigada a sempre recompor o estoque de moeda indexada dada à perda constante do valor da moeda²⁸. A aplicação financeira denominada Over-Night só foi extinta em 1991, no Plano Collor II²⁹. Nesse período, foram criados os fundos de investimento, que eram casados a esse mecanismo de zeragem automática, por darem liquidez diária³⁰.

No entanto, a maior invenção técnica na administração do orçamento público (que predominou na primeira metade dos anos 90 até as vésperas do Plano Real) ficou conhecida como regime “boca do caixa”, em que o governo contava com receitas indexadas³¹ e, na outra ponta, segurava ao máximo a liberação de verbas não indexadas, pois quanto maior fosse a aceleração inflacionária, maior também seria o excedente de caixa, de modo a sempre equilibrar o orçamento. Esse processo foi comumente utilizado entre 1991 e 1993. De forma irônica, o efeito sobre a equalização das finanças públicas, com destaque à redução do estoque nominal e do percentual da dívida interna com proporção do PIB, foi mais eficaz do que o bloqueio dos haveres financeiros e dos passivos bancários no Plano Collor I³². Inclusive, as operações

²⁷ Entre 1991 e 1993, a criação de diversos títulos pós-fixados serviu como mostra do período de maior aceleração inflacionária, quando se esgotara em definitivo a credibilidade do recurso do congelamento de preços e salários, até então empregados por todos os planos de estabilização desde 1986. Os principais títulos pós-fixados criados nesse foram os seguintes: Nota do Banco Central (NBC), indexada à Taxa Referencial Diária (TRD), em 1991; Notas do Tesouro Nacional (NTN), também em 1991, que podiam ser indexadas ao IGP-M, à correção cambial e à TR. Em 1992, o Tesouro Nacional passou a ofertar NTN-C, que tinham seu valor indexado ao IGP-M do mês anterior, e NTN-D, que rendiam uma taxa de 6% a.a. e tinham seu valor nominal corrigido pela variação da cotação do dólar comercial. Posteriormente, o governo passou a emitir NTN-H, corrigida pela TR, e NTN-B, semelhantes às NTN-C, no entanto, pagavam seus retornos apenas no momento de resgate e tinham seus valores nominais corrigidos pelo IPCA. Outro título criado foi a Nota do Tesouro Nacional – Subsérie R2 (NTN-R2), também indexado ao câmbio, mas com prazo de 10 anos, taxa de juros de 12% a.a. paga mensalmente e resgatável em 10 parcelas anuais. No final de 1993, o Banco central deixou de ofertar NTN-C, passando a ofertar somente NTN-D (cambial), por razão do anúncio do Plano Real, cuja meta inicial era a de indexar a maior parte da dívida mobiliária ao câmbio.

²⁸ Ver (DE PAULA, 1998).

²⁹ “No Plano Collor II foi extinto o BTN (Bônus do Tesouro Nacional), que servia de base para a indexação dos impostos, e também todos os fundos de investimento de curto prazo (inclusive os que eram cobertos por operações de overnight). Em seu lugar, foi criado o FAF (Fundo de Aplicações Financeiras), que teria por rendimento a TR (Taxa Referencial), baseada numa média das taxas do mercado interbancário. ATR, porém, ao contrário dos antigos indexadores, introduzia um elemento forward looking para a indexação no Bmsil. Em vez de a indexação se basear em movimentos da inflação passada, como no mecanismo antigo da correção monetária, a TR embuia expectativas de inflação futura.” (BARROS DE CASTRO, 2004, p. 150).

³⁰ “Os fundos de investimento foram criados ainda sob a administração Collor de Melo (1990-1992). No período de alta inflação (até junho de 1994), cumpriram somente a função de preservar o poder de compra dos depósitos à vista, então convertidos em aplicações, muitas vezes automáticas, em fundos. Eram, portanto, aplicações de curtíssimo prazo, que não se diferenciavam dos depósitos à vista e serviam basicamente à rolagem diária da dívida mobiliária pública. Em julho de 1995, o Conselho Monetário Nacional determinou uma série de modificações no mercado de fundos, incentivando a expansão dos prazos de maturação de suas aplicações através de um sistema diferenciado do recolhimento dos depósitos compulsórios. Também foram criados, nessa ocasião, os Fundos de Investimento Financeiro (FIF) com prazos mínimos de retenção de 30, 60 e 90 dias, sendo os dois últimos isentos de recolhimento compulsório. Essas modificações têm levado a um alargamento dos prazos de maturação, mesmo que ainda tímido, das aplicações dos fundos no Brasil” (STUDART, 2004, p. 344,345).

³¹ A UFIR ganhou expressão como o principal indexador dos impostos federais, com destaque ao Imposto de Renda para pessoas físicas e jurídicas.

³² A base do Plano Collor I, no que se refere às finanças públicas, se focou não somente num corte vertiginoso dos gastos públicos, mas num bloqueio inusitado dos ativos financeiros, que recolheu 75% da liquidez de toda a economia, incluindo as quase moedas (títulos públicos). O bloqueio desses ativos por 18 meses implicou num alongamento forçado do vencimento dos títulos, e também na promoção da desvalorização do estoque total desses. Esses ativos bloqueados representaram uma extensão dos agregados monetários, os chamados Valores a Ordem do Banco Central (VOBS), que compunham o M5; tendo sido liberados em 12 parcelas, (os chamados DER – Depósitos Especiais Remunerados), a partir de agosto de 1991.

de esterilização eram diluídas em meio a esse esquema, dado que o crescimento do estoque de reservas internacionais, oriundo da liberalização da conta de capitais, em 1991, e dos juros elevados desde 1992, não impusera um descontrole na rota de endividamento público de modo semelhante à primeira metade da década de 80, durante a crise da dívida externa.

Esse regime de “boca de caixa” invertia o funcionamento do efeito Tanzi³³ na economia brasileira, pois o arrasto fiscal perdera notoriedade no momento em que os impostos totalmente indexados em conjunto aos gastos públicos, expressos em valores nominais, condicionavam o superávit em caixa de forma positivamente correlacionada com a inflação. Desse modo, o aumento de gastos e transferências determinados pela Constituição de 1988³⁴, que num primeiro momento representaram um aumento do déficit operacional, em conjunto à “política monetária ativa³⁵”, praticada em 1988 e 1989³⁶, foi posteriormente amenizado e diluído em meio à aceleração inflacionária.

De fato, esse rearranjo operacional transformou o Estado brasileiro no maior sócio da inflação, em conjunto ao próprio sistema financeiro. A geração de superávits primários passara a ser um processo intrínseco à aceleração inflacionária, e como maior perdedor se dava o contribuinte, por que o elemento chave do sucesso da política fiscal se dava na promoção de atrasos

sistemáticos na liberação de verbas. Diante dessa conjuntura, reforçaram-se, inclusive, as receitas de senhoriagem, mesmo com a perda notória do valor corrente, e diário, da moeda emitida. As receitas públicas já estavam blindadas contra quaisquer flutuações da atividade econômica, e o descontrole inflacionário que tornara a política monetária passiva, permitira um maior reforço aos cofres públicos por que o imposto inflacionário se encaixara não como uma fonte da inflação, mas como consequência (endógeno) desse processo.

Quanto maior fosse, a inflação anual acumulada, maior seria o superávit primário e maior seria o montante amortizado do estoque da dívida interna, podendo-se afirmar que a dívida interna deixara de ser um problema notório às vésperas da introdução do Plano Real, representando somente 18,6% do PIB em 1993, num cenário em que o IGP fechara o ano em 2.708,6% (vide tabela 5).

A diferença fundamental deste mecanismo de financiamento via emissão monetária em comparação a outros períodos da história econômica, consistia na perda acelerada do valor da moeda nesse último período. As receitas de senhoriagem num quadro de inflação alta, à beira da hiperinflação, somente serviram para fechar as contas

As receitas públicas já estavam blindadas contra quaisquer flutuações da atividade econômica

³³ Efeito que produz o chamado arrasto fiscal, por que a inflação gera perdas ao orçamento público, pelo fato de que a arrecadação de um determinado tributo é corroida quanto maior for registrada a aceleração inflacionária devido à defasagem temporal entre a data de incidência e a data de arrecadação; por outro lado as despesas acompanham o ritmo da inflação.

³⁴ As determinações quanto ao Orçamento Geral da União, estabelecidas pela Constituição de 1988, extinguiram os efeitos da Lei Complementar nº 12, pois as execuções orçamentárias passaram a ser vinculadas à aprovação do Legislativo. Com isso, encerrava-se em definitivo o formato do orçamento monetário que perdurou por décadas, o qual se baseava na Lei Complementar nº 12 e na Conta-Movimento.

³⁵ A política monetária tinha de certo modo um caráter ambíguo por que a fixação de elevadas taxas reais de juros, no intento do controle da inflação via demanda, apresentava uma face passiva, ao admitir o uso da zeração automática, o qual sancionava a inflação, ao expandir diariamente o estoque nominal dos meios de pagamentos.

³⁶ Os anos de 1988 e 1989 foram caracterizados pela política do “feijão com arroz” do Ministro Mailson da Nóbrega, que se baseava no gradualismo ortodoxo, preconizando o corte de gastos e investimentos, e adotando de taxas de juros reais positivas na ordem de 12% em 1988, e de 34,5% em 1989.

Tabela 5. Dívida Interna, Carga Tributária, Cresc. PIB, Inflação

Anos	Dívida Interna (% PIB)	Carga Tributária (% PIB)	Cresc. PIB (%)	Inflação (IGP)
1991	13,9	24,4	1,0	480,2
1992	18,5	25,0	-0,5	1157,9
1993	18,6	25,3	4,9	2708,6

Fonte: Banco Central do Brasil, IBGE, FGV

do orçamento público, no curto prazo, ao contrário da aplicação das receitas de senhoriação por meio da Conta-Movimento do Banco do Brasil e da Lei Complementar nº 12, até a década de 70. De modo contrário à lógica de financiamento do governo federal, o período 1991-1993 representou o pior período de toda a história no que tange às finanças estaduais e municipais. As unidades sub-nacionais tiveram suas finanças praticamente estranguladas pelo processo inflacio-

nário por mais que essas também conseguissem arranjar meios de indexar suas receitas, conforme fizera o governo federal. A questão fundamental desse estrangulamento residia no fato de que a garantia do ajuste das finanças públicas, em nível

federal, provinha de um recurso exclusivo do governo federal: receitas de senhoriação, ou de modo específico, emissão de moeda, responsável à época por cobrir os déficits de caixa a cada final de período.

A dívida mobiliária, plenamente indexada (na primeira metade dos anos 90) foi o estágio mais crônico até então alcançado pela indexação desde a introdução da correção monetária em 1964. A conciliação dos interesses público e privado, no giro inflacio-

nário, através da colocação e do resgate diário dos títulos públicos inverteu em definitivo a correlação positiva entre déficit público e inflação, e por incrível que pareça entre indexação e dívida interna, observada até os anos 80. A aceleração inflacionária passou a ser o principal instrumento catalisador da poupança interna, tanto pública quanto privada, promovendo a acumulação de capital por bases financeiras; o que por si só já inviabilizava a perspectiva, por parte do grande empresariado, de expansões consideráveis de novos investimentos em setores produtivos, vide o custo de oportunidade quanto à manutenção deste mesmo capital sob esta forma financeira, quer dizer, a forma mais líquida possível. Daí se extrai um exemplo nítido e concreto do poder do mercado financeiro, e antes de mais de nada, da especificidade da preferência pela liquidez³⁷ deste mercado ao longo das décadas até aqui mencionadas.

5. Conclusões

A dívida interna cresceu junto com a inflação, desde a criação da correção monetária, porém não diminuiu com o fim do quadro crônico inflacionário presenciado por mais de três décadas. Evidenciou-se que a dívida interna brasileira representou, e ainda representa, um mecanismo de consolidação do capital financeiro frente

³⁷ Partindo da pressuposição de que há um *hard core* consensual entre os pós-keynesianos (que configuraria uma Teoria Alternativa da Moeda), cabe enfatizar a necessidade científica do 'teste de falseamento' das teorias derivadas em diferentes contextos (históricos ou locais) e níveis de abstração. Por exemplo, a Teoria da Preferência pela Liquidez deve sofrer uma adequação de seu conceito-chave, para ser aplicável de forma analítica. Pode-se falar de uma preferência pela liquidez absoluta ou convencional, em contexto de armadilha de liquidez (como ocorre, hoje, no Japão), mas a preferência pela liquidez torna-se relativa ou heterogênea em contexto de desmonetização, indexação e/ou dolarização (como ocorreu no regime de alta inflação do Brasil)" (COSTA, 1999, p. 134).

ao capital produtivo, atuando como um instrumento intermediador desse gradual processo de concentração de renda na figura dos rentistas. A transição dos anos 70 para os anos 80, com a deflagração de uma rota de aceleração inflacionária irreversível, até então, estigmatizou a ruptura de toda a forma de confiança sobre a moeda nacional. O que num quadro resultante da combinação de uma economia integralmente indexada, em conjunto a choques externos, impulsionou uma corrida por ativos líquidos. Os títulos públicos exerceram a partir daí o papel que cabia à moeda na formulação original da demanda especulativa de moeda, o papel de assegurar liquidez e a garantia de retorno em momentos de incerteza, especificamente por se tratar de títulos indexados, respaldados na correção monetária.

A inflação, ao longo dos anos 80 e início dos anos 90, condicionou a preferência pela liquidez através das quase-moedas e acelerou o crescimento do estoque da dívida interna por conta da correção monetária. No entanto, o governo interferiu no cálculo da correção monetária por diversas vezes como meio de desvalorizar o estoque total da dívida, a exemplo dos Planos Cruzado e Collor. Dessa modificação se originou a capacidade de utilização da inflação como instrumento de amortização parcial da dívida interna, de forma contrária a tudo que até então se havia observado. No momento em que várias formas de se estender a correção monetária, ou indexação propriamente dita, aos tributos, pôs fim ao efeito Tanzi da receita pública, além de se ter a não indexação do gasto como contrapartida. Todo o esquema de indexação, partindo de uma aceleração inflacionária rumo à hiperinflação, provocou a redução expressiva da demanda por moeda e a transferência maciça do estoque de riqueza para a forma de depósitos indexados, criando um ambiente de convivência, no mercado financeiro, com uma inflação cada vez mais

alta. Todavia, sem haver qualquer forma explícita de dolarização ou de especulação com ativos reais. A correção monetária fazia do setor bancário-financeiro o melhor refúgio frente à aceleração inflacionária, e as “quase-moedas” eram a certeza da liquidez, destoando da tendência convencional dos exemplos históricos de hiperinflação.

A redução da demanda por moeda inverteu o uso das receitas de senhoriagem dos tempos de inflação alta e descontrolada (como nos anos 80 e 90) em comparação aos níveis de inflação moderada e ascendente (como nos anos 60 e 70). A principal razão para que os programas de desenvolvimento dos anos 60 e 70, capitaneados com recursos públicos, não tivessem resultado integralmente em endividamento interno, fora o fato de que a maior parte das despesas de investimento do setor público ter sido diluída no Orçamento Monetário; além de recursos de fontes paraíscais, como os recursos do BNDES.

Com isto não se gerou a necessidade constante de emissão de títulos públicos como meio de captação da poupança do setor privado. A única fonte necessária de captação de recursos para a execução desses investimentos públicos era a captação externa, dadas às deficiências históricas e estruturais do balanço de pagamentos brasileiro.

A capacidade de uso da senhoriagem como receita pública, desde o final da década de 80, passara, dentro do manejo da inflação, a integrar uma estratégia de execução orçamentária em complemento ao recurso de “boca do caixa”. Entretanto, a perda diária do valor real da moeda fizera com que a emissão monetária passasse a apenas cumprir um papel contábil no curto prazo, muito aquém do papel exercido durante décadas, o de suprir recursos para a promoção

A correção monetária fazia do setor bancário-financeiro o melhor refúgio frente à aceleração inflacionária

de projetos de desenvolvimento. A certeza da utilização da emissão monetária como instrumento de execução do orçamento público só começara a ser abandonada quando da introdução do Fundo Social de Emergência, em fins de 1993.

Por se tratar de um requisito para o posterior lançamento do Plano Real, a então desvinculação de 20% dos repasses para os fundos de participação de estados e municípios já era uma formação prévia de estoque de caixa, dada à antecipação da futura perda de receita, decorrente da implementação de novas regras orçamentárias. Regras tais, que emergiriam a necessidade da extinção das

bases inflacionárias para o fechamento das contas públicas, manuseadas com astúcia de 1964 a 1993, e que demandariam o estabelecimento de um ajuste fiscal, justamente por conta da extinção dos velhos mecanismos de manobra orçamentária, até então garantidos pela indexação. O ano de 1993 foi de fato o último ano da utilização plena dos instrumentos inflacionários como base de formação e de execução do orçamento público federal, pois o 1º semestre de 1994 contara com um duplo financiamento: inflacionário, e com reserva prévia de caixa, já decorrente das desvinculações de receitas do Fundo Social de Emergência.

Referências Bibliográficas

- ALÉM, Ana Cláudia; GIAMBIAGI, Fabio. *Finanças públicas: teoria e prática no Brasil*. Rio de Janeiro: Campus, 1999.
- ALMEIDA, Júlio Gomes de; BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Melo. *Depois da queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.
- BACEN. *Boletim do Banco Central* (vários números).
- BATISTA Jr, Paulo Nogueira. *Ajustamento das contas públicas na presença de uma dívida elevada: observações sobre o caso brasileiro*. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, Instituto Brasileiro de Economia, 1989.
- BARROS DE CASTRO, Lavínia. *Privatização, abertura e desindexação: a primeira metade dos anos 90 (1990-1994)*. In: BARROS DE CASTRO, Lavínia; HERMANN, Jennifer (orgs. et alii). *Economia brasileira contemporânea 1945-2004*. Rio de Janeiro, São Paulo: Campus, 2004.
- BONELLI, Régis. *O que causou o crescimento econômico no Brasil?* In: BARROS DE CASTRO, Lavínia; HERMANN, Jennifer (orgs. et alii). *Economia brasileira contemporânea 1945-2004*. Rio de Janeiro, São Paulo: Campus, 2004.
- CARNEIRO, Ricardo. *Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX*. Coleção economia contemporânea. São Paulo: Ed. Fundação UNESP; I. E. UNICAMP, 2002.
- CAVALCANTI, C. B. *Transferências de recursos ao exterior e substituição de dívida externa por dívida interna*. Rio de Janeiro, BNDES, 1988.
- COUTINHO, Luciano; BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello. *Desenvolvimento capitalista no Brasil: ensaios sobre a crise*. v. II São Paulo: Brasiliense, 1983.
- CORRÊA DO LAGO, Luiz Aranha. *A retomada do crescimento e as distorções do "milagre" 1967-1973*. In: Abreu, Marcelo de Paiva (org.). *A Ordem do Progresso: cem anos de política econômica republicana 1889 – 1989*. Rio de Janeiro: Campus, 1989.
- COSTA, Fernando Nogueira da. *Pós-keynesianismo e horizontalismo: preferência pela liquidez e circuito monetário*. In: Lima, Gilberto Tadeu; Sicsú, João; De Paula, Luiz Fernando (orgs.). *Macroeconomia moderna – Keynes e a economia contemporânea*. Rio de Janeiro: Campus, 1999.
- DIAS CARNEIRO, Dionísio. *Crise e esperança: 1974-1980*. In: ABEU, Marcelo de Paiva (org.). *A Ordem do Progresso: cem anos de política econômica republicana 1889-1989*. Rio de Janeiro: Campus, 1989.
- DIAS CARNEIRO, Dionísio; MODIANO, Eduardo. *Ajuste externo e desequilíbrio interno: 1980-1984*. In: ABREU, Marcelo de Paiva (org.). *A Ordem do Progresso: cem anos de política econômica republicana 1889-1989*. Rio de Janeiro: Campus, 1989.
- DE PAULA, Luiz Fernando. *Comportamento dos bancos em alta inflação: uma abordagem teórica*. Synthesis, vol. III, Caderno do Centro de Ciências Sociais. Rio de Janeiro: UERJ, 1998.
- FGV. *Conjuntura econômica* (vários números, 1995-2004).
- GOLDSMITH, R. W. *Brasil 1850-1984: desenvolvimento financeiro sob um século de inflação*. São Paulo: Harper & Row, 1986.
- GONÇALVES, Reinaldo; POMAR, Valter. *A armadilha da dívida*. In: Coleção Brasil urgente. São Paulo: Ed. Fundação Perseu Abramo, 2002.
- HERMANN, Jennifer. *Reformas, endividamento externo, e o milagre econômico (1964-1973)*. In: BARROS DE CASTRO, Lavínia; HERMANN, Jennifer (orgs. et alii). *Economia brasileira contemporânea 1945-2004*. Rio de Janeiro, São Paulo: Campus, 2004.
- _____. *Auge e declínio do modelo de crescimento com endividamento: o II PND e a crise da dívida externa*

(1974-1984). In: BARROS DE CASTRO, Lavínia; HERMANN (orgs. et alii). *Economia brasileira contemporânea 1945-2004*. Rio de Janeiro, São Paulo: Campus, 2004.

IBGE. *Contas nacionais (1994-2004)*.

KEYNES, John Maynard. *A teoria geral do emprego, do juro, e da moeda (1936)*. São Paulo: Atlas, 1992.

LUPORINI, Viviane. *A sustentabilidade da dívida mobiliária federal brasileira: uma investigação adicional*. In: *Revista Análise Econômica*, ano 19, nº 36. FCE-UFRGS. Porto Alegre: 2001.

MACEDO E SILVA, Antonio Carlos. *Macroeconomia sem equilíbrio*. Rio de Janeiro: Vozes, 1999.

MARQUES, Rosa Maria; REGO, José Márcio. (orgs.) *Economia brasileira*. São Paulo: Atlas, 2002.

MODIANO, Eduardo. *A ópera dos três cruzados: 1985-1989*. In: Abreu, Marcelo de Paiva (org.). *A Ordem do Progresso: cem anos de política econômica republicana 1889-1989*.

SERRANO, Franklin. *Do ouro imóvel ao dólar flexível*. *Revista Economia e Sociedade*, vol. 11, nº 2 (19). Campinas: Instituto de Economia da Unicamp, pp. 237-253, 2002.

STUDART, Rogério. *O financiamento do desenvolvimento*. In: BARROS DE CASTRO, Lavínia; HERMANN, Jennifer (orgs. et alii). *Economia brasileira contemporânea (1945-2004)*. Rio de Janeiro, São Paulo: Campus, 2004.