

# Moeda indexada, indexação financeira e os limites da estabilidade monetária no Brasil

Giuliano Contento de Oliveira<sup>1</sup>

Área: Brasil República

## Resumo

O artigo discute a evolução do arcabouço institucional da moeda indexada e da indexação financeira no Brasil, apontando para os limites do Plano Real. Sustenta-se que a parcialidade do plano de estabilização monetária, decorrente da não supressão de um dos principais pilares de sustentação do regime de alta inflação, a saber, a indexação financeira, se por um lado se mostrou funcional ao propósito do estancamento do processo inflacionário, por outro contribuiu para tornar o sistema financeiro pouco subserviente ao financiamento do desenvolvimento, além de provocar outras anomalias ocasionadas pela existência de um ativo capaz de conciliar altos graus de liquidez e rentabilidade.

Palavras-chave: quase-moeda; indexação financeira; LFTs; financiamento do desenvolvimento.

## Abstract

The paper discusses the evolution of the near-money and financial indexation institutionality in Brazil, indicating the limits of Plano Real. It is argued, therefore, that the partiality of monetary stabilization plan, due to non-elimination of financial indexation, if on one side was functional to stop the inflationary process, on the other hand contributed to become the financial system little functional to financing for development, besides cause others anomalies due to existence of one asset able of combine high levels of liquidity and profitability.

Key-words: near-money; financial indexation; LFTs; financing for development.

JEL Classification: E02; N26; O16.

---

<sup>1</sup> Professor Doutor do IE/Unicamp.

## 1. Introdução

O artigo discute a evolução do arcabouço institucional da moeda indexada e da indexação financeira no Brasil, apontando para os limites do Plano Real. Sustenta-se que a parcialidade do plano de estabilização monetária, decorrente do fato de não se ter suprimido um dos principais pilares de sustentação do regime de alta inflação, se por um lado se mostrou funcional ao propósito do estancamento do processo inflacionário, por outro lado concorreu para tornar o sistema financeiro pouco subserviente ao financiamento do desenvolvimento.

Além dessa introdução e da conclusão, o artigo está dividido em duas seções. Na primeira, discute-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 as 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.

## 2. A moeda indexada no Brasil: origem, condicionantes e resultantes

Com a inflação elevada e crescente que prevaleceu na primeira metade da década de 1960<sup>2</sup>, num contexto em que se fazia presente a Lei da Usura<sup>3</sup> e a cláusula de ouro<sup>4</sup>, os militares se empenharam na realização de uma reforma financeira que buscava 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 investimento<sup>5</sup>. Para viabilizar esse projeto, desse modo, fazia-se indispensável a elevação da poupança financeira, que caiu substancialmente entre 1951-65<sup>6</sup>.

Para isso, a correção monetária se colocava enquanto 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 prevalência da Lei da Usura. Com a reforma financeira, pois, o governo buscava reproduzir a estrutura de financiamento dos países adiantados, particularmente norte-americana, a partir de uma estrutura segmentada (TAVARES, 1978a, p.140-41). Contribuiria, ainda, para operar a necessária

---

<sup>2</sup> As causas da aceleração dos preços eram diversas, entre as quais os pontos de estrangulamento existentes na estrutura produtiva brasileira, a suspensão da política de subsídios à importação de trigo e petróleo em 1961, inexistência de mecanismos capazes de atribuir viabilidade ao financiamento não inflacionário do setor público, déficits orçamentários, entre outros.

<sup>3</sup> 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. A cobrança de taxas superiores a 12% ao ano constituía crime de usura.

<sup>4</sup> Decreto n. 23.501 de novembro de 1933, segundo o qual os valores contratuais podem apenas ser estipulados e liquidados em moeda nacional.

<sup>5</sup> 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 este autor, esta 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.

<sup>6</sup> 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.

redefinição do sistema de financiamento dos setores público e privado. Estabilização monetária e modernização institucional eram os dois objetivos pilares da política econômica de Castelo Branco.

Nesse contexto, e no âmbito da reforma financeira realizada por Roberto Campos e Otávio Gouveia de Bulhões<sup>7</sup> 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 meses<sup>8</sup>. 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 financeira<sup>9</sup> e fomentar o financiamento de longo prazo<sup>10</sup> (ALMEIDA, 1980).

O instrumento da correção monetária introduziu o conceito de juro real explícito aplicado aos títulos públicos, ao invés 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 sob contexto de combate gradual à inflação.

Inicialmente aplicada aos títulos públicos, 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

<sup>7</sup> Ministro do Planejamento e da Fazenda no governo do marechal Castelo Branco (abr.1964-mar.1967), respectivamente. A orientação de política econômica era pautada no gradualismo do combate à inflação, posto que sua eliminação implicaria uma grande recessão; no aumento das exportações; e na retomada do crescimento econômico. Este último, contudo, passa a ser alcançado apenas em 1967-68 ante a política econômica restritiva observada no interregno 1964-67 (HERMANN, 2005a). Por gradualismo, entende-se uma queda gradativa da inflação sem se apelar para a recessão econômica (SIMONSEN e CAMPOS, 1974, p.100).

<sup>8</sup> Este método prevaleceu, no 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, opera-se o encurtamento da 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. Seu efeito, contudo, consistiu em sub-remunerar as ORTNs, posto que 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).

<sup>9</sup> 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 junto os investidores (ALMEIDA, 1980, p.10). Todavia, o estímulo à poupança financeira não garante por si só a geração de poupança econômica. Ver Tavares (1972, p.236).

<sup>10</sup> Quando de sua criação, a ORTN constituía um título público de longo prazo (3 a 20 anos), corrigida 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, cria-se uma nova unidade para os contratos, em substituição à moeda de curso forçado, o que permite o estabelecimento de contratos financeiros em termos reais. Nos termos de Sochaczewski (1980, p.308): “[...] *A coexistência de dois padrões monetários, isto é, o cruzeiro, a moeda ‘velha’ que se desvaloriza a cada dia, e a UPC/ORTN, a moeda ‘nova’ que se valoriza a cada dia, foi efetivamente responsável pela tremenda expansão da captação de poupanças pelo sistema financeiro.*”

depois de iniciada a aceleração da inflação em 1974/75. Isso propiciou um crescimento substancial dos haveres financeiros líquidos em relação ao volume dos haveres monetários no Brasil num curto período, bem como dos empréstimos do sistema financeiro em relação ao PIB<sup>11</sup>, 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 nas mãos do Estado (TONETO Jr., 1992; MOURA E SILVA, 1979; TAVARES, 1978a; ZINI Jr., 1982). Contudo, a reforma financeira se mostrou mal sucedida no que tange à estruturação de um sistema de financiamento de longo prazo<sup>12</sup> (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<sup>13</sup>, 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 o efeito “Oliveira-Tanzi às avessas”<sup>14</sup>. Ao mesmo tempo, e não menos importante, considerando a política de sub-correção 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 aos olhos dos formuladores do Plano.

<sup>11</sup> 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 (movimento traduzido em maior grau de endividamento dos agentes e influenciado pela drenagem dos recursos do mercado paralelo para a órbita institucionalizada do sistema financeiro), a partir do momento em que passa a recuar em função da política monetária restritiva e da crise da dívida externa no início dos anos 1980. Enfim, observou-se um aumento do grau de aprofundamento financeiro na economia brasileira, conforme destacado por Tavares (1978a), Zini Jr. (1982) e Sochaczewski (1980), entre outros autores que estudaram este período. A aceleração da inflação e a correção monetária, por seu turno, fizeram diminuir abruptamente a relação entre haveres monetários e financeiros, que passa de 92% em 1964 para 32,4% em 1979, caindo ainda mais a partir de então.

<sup>12</sup> 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. Isto 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 estes canais *vis-à-vis* os bancos de investimento. Uma estrutura de financiamento, pois, que acomodava muito bem as possibilidades de captação de recursos no euromercado, articulando o sistema financeiro nacional ao internacional. Sobre este ponto, ver adicionalmente Tavares (1972, p.210-263), Toneto Jr. (1992, p.95-211) e Baer (1986).

<sup>13</sup> Sobre a opção gradualista de combate à inflação, que norteou a estratégia do PAEG, ver Simonsen e Campos (1974) e Simonsen (1970, p.9-56).

<sup>14</sup> 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 passa 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, em função de resolver o conflito entre a política anti-inflacionária proposta pelo PAEG e a prática de deságios superestimados e em escala crescente. Deste modo, considerando 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 desinflacionária<sup>15</sup>. 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. Isto 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 inflação<sup>16</sup>, de outro (ALMEIDA, 1980).

Como se pode observar, 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 acabaria cumprindo uma função tão ou mais deletéria em termos de aumento dos preços, atribuindo-lhe um caráter preponderantemente inercial. O deságio, neste caso, seria preferível à correção monetária *ex-post* (ALMEIDA, 1980, p.60).

Decerto o combate gradualista à inflação proposto pelo PAEG seria dificultado, senão impossibilitado, sem a institucionalização da correção monetária. Isto 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

<sup>15</sup> 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 esta razão, Almeida (1980, p.48) argumenta que o deságio inspirou a introdução da correção monetária. Esta prática, quando antecipa de forma superestimada a elevação dos preços, 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.

<sup>16</sup> Isto 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, e, de outro, empenhavam-se na captação de depósitos à vista, que rendiam 6% ao ano até 1965, 3% ao ano entre 1965/68, quando passam a não ter qualquer remuneração. Lucravam, ainda, a partir da cobrança de comissões e de exigências de saldos médios dos clientes (ou seja, num empréstimo de valor X, o mutuário era obrigado a tomar emprestado X + Y, com Y ficando depositado sem juros), o que lhes possibilitava a obtenção de *spreads* positivos, não raro generosos. Opera-se, então, 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. Esta 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.

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 economia<sup>17</sup>.

Uma análise retrospectiva permite afirmar que a correção monetária cumpriu de maneira razoavelmente bem o papel originalmente concebido enquanto conseguiu estabelecer perdedores no âmbito do processo distributivo, ainda que isso tenha 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 maior<sup>18</sup>. 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 enquanto mecanismo transitório, como oportunamente registra 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. Por isso, afirma novamente 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 sub-indexação 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. Isto porque sua generalização 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 praticamente toda a primeira metade dos anos 1990, em sintonia com as quatro fases de progressão da inflação referendadas por Simonsen e Campos (1974, p.95)<sup>19</sup>.

<sup>17</sup> Para os formuladores do PAEG, não seria possível retomar o desenvolvimento num contexto de inflação acelerada (MARTONE, 1975, p.77).

<sup>18</sup> 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).

<sup>19</sup> 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

A partir do governo Costa e Silva a indexação começa 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 12 meses vindouros, estimada a partir do acordo coletivo, corroía o poder de compra do salário do trabalhador e, assim, tornava o sistema de indexação então em vigor politicamente insustentável. O reajuste automático e compulsório dos salários nominais começa, então, a praticamente tomar como referência a inflação dos últimos 12 meses. Isto, aliado à indexação dos demais preços do sistema, serviu de combustível ao processo de realimentação da inflação no Brasil (SIMONSEN, 1995, p.4).

Pode-se afirmar, deste modo, 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.

O aumento 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 enquanto um ativo financeiro de altíssima liquidez, que por esta razão serve 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, quando a inflação se tornaria crônica em função do processo de realimentação provocada, paradoxalmente, pelo sistema de indexação<sup>20</sup>. Esse mecanismo, contudo, se processou em detrimento da parcela da população sem acesso a serviços e produtos financeiros e a partir da 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.

---

dos preços. Esta era a estratégia do PAEG. Na segunda fase, 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 agentes buscam introduzir uma previsão de inflação em seus reajustamentos, caso que a inflação se torna generalizada, rumando para a hiper-inflação. Esta última fase retrata bem a realidade da economia brasileira nos anos 1980 e início dos 1990.

<sup>20</sup> 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).

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)<sup>21</sup>. 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 da inflação. Os compradores de ORTNs e também, mais tarde, de Letras do Tesouro Nacional (LTN)<sup>22</sup>, conseguiam não apenas preservar, mas valorizar a riqueza financeira em contexto de alta inflação, ou seja, de instabilidade monetária (TAVARES, 1978a, p.150).

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 oferta<sup>23</sup>. Além de fatalmente ensejar um processo de substituição monetária *de facto*<sup>24</sup>, sua extinção importaria 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, o instituto da correção monetária funcionava como uma muleta da função reserva de valor da moeda estatal. Neste contexto, tal expediente cumpria 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, mais a perda de confiança dos agentes nas ORTNs, notadamente em função da desastrosa prefixação da correção monetária<sup>25</sup> e da correção cambial em 1980, bem como das sucessivas mudanças de regras da correção monetária, levou a um progressivo desarranjo deste sistema (CARVALHO, 1992). Isto 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

<sup>21</sup> 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).

<sup>22</sup> 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 âmbito do Plano Verão, as OTNs foram finalmente extintas (PAULA, 1997, p.67; MINELLA, 1995).

<sup>23</sup> Além dos dois choques do petróleo, as maxidesvalorizações cambiais de 1979 e 1983, esta última 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).

<sup>24</sup> A substituição da moeda pelos títulos indexados à inflação ou, mais tarde, à taxa de juros de curtíssimo prazo, representa uma forma de substituição monetária, ainda que não sob a forma de substituição da moeda nacional por uma moeda estrangeira. Com a desvalorização da moeda provocada pela aceleração dos preços, outro ativo passou a cumprir a função reserva de valor, condição que se objetivou sob a forma de desmonetização da economia. 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, o que significou a supressão da autonomia da gestão da moeda – definição da taxa de juros de curto prazo (BELLUZZO e ALMEIDA, 1990).

<sup>25</sup> 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 neste instrumento. Daí em diante, 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 prevalente. Para uma análise detalhada deste 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).

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).

Cumprе salientar, pois, que o encurtamento dos prazos dos contratos e a generalização da indexação refletem 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 a observância e a consolidação dessa institucionalidade as crescentes necessidades de financiamento do Estado, no quadro de estatização da dívida externa<sup>26</sup> e de aumento da dívida pública – potenciado pela aquisição de divisas pelo setor público<sup>27</sup> (geradas pelo setor privado). Neste contexto, o próprio sistema de indexação se converteu num mecanismo endógeno de expansão da dívida pública, donde o segundo choque do petróleo e a crise externa subsequente dão início à aguda instabilidade monetária no Brasil.

Os esforços envidados para o restabelecimento da confiança na correção monetária levaram ao desenvolvimento progressivo do que se chamaria 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<sup>28</sup>. 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. Isto porque, além do rendimento envolvido na operação, esses ativos constituíam importante instrumento para essas instituições se apropriarem das receitas proporcionadas pela alta inflação.

<sup>26</sup> 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, deste 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.

<sup>27</sup> 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 obtidos, viabilizar a aquisição de moeda estrangeira do setor privado e, assim, liquidar a dívida externa.

<sup>28</sup> Entre jan.81 e fev.83, foi estabelecido que o INPC, calculado pelo IBGE, serviria de referência para o cálculo da correção monetária, cuja fórmula não foi divulgada. Embora com aderência satisfatória, contudo, a correção diferia da taxa de inflação de cada mês, esta última mais volátil. Isto porque a correção era prefixada com dois meses de antecedência. Entre mar./nov.83, por sua vez, inicialmente utilizou-se o IGP-DI como referência, logo substituído pelo índice ajustado, que expurgava a inflação corretiva e a causada por fenômenos acidentais, o que causou queda do valor real da ORTN no período. Como a sub-correção impedia uma política ativa de juros, em nov.83, na esteira das negociações com o FMI, estabeleceu-se que o índice de referência seria o IGP-DI cheio e que a correção das ORTNs tomaria por base a variação do índice do mês imediatamente anterior. A correção monetária passou, então, a seguir a inflação mensal, com a ORTN do mês *t* sendo igual à ORTN do mês *t-1* mais a variação dos preços. Este sistema, contudo, fazia com que o valor da ORTN de um determinado mês fosse conhecido apenas ao longo do próprio mês, aumentando a incerteza no mercado financeiro. Em função disso, em mai.85 instituiu-se uma nova fórmula, pautada na média geométrica das últimas 3 variações mensais do IGP-DI, o que recolocou a defasagem no sistema de indexação e fez com que o valor da ORTN do mês seguinte fosse conhecido no mês corrente. A defasagem da correção, contudo, recolocava o problema da sub-correção em alguns meses, o que implicava a fuga das aplicações indexadas e dificultava o financiamento da dívida pública, pois a taxa *over* (custo de captação) poderia ser superior ao rendimento do título. A partir daí foram adotados diversos métodos de indexação num curto espaço de tempo, aumentando a incerteza em relação à correção monetária (MINELLA, 1995, p.194-199).

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 financeiro<sup>29</sup>. 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 mercado, eliminava o risco indexatório dos bancos, dispensando a recompra dos títulos a taxas favorecidas pelo Banco Central quando do aumento da taxa de juros<sup>30</sup> (ARIDA, 2007). O sistema de indexação passa, então, a ser diário e ter como referência a taxa *overnight* – por isso, indexação financeira –, ao invés de um índice de preços. Segundo Arida (2007, p.232), 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.

Mas com o fracasso do Cruzado em fins de 1986, a indexação generalizada volta<sup>31</sup>, e agora tendo como referência a taxa de juros do *overnight*<sup>32</sup>, ao invés de um índice de preços. Mesmo a OTN passa a ser indexada ao rendimento das LBCs e, por extensão, à taxa *over* a partir de março de 1987. A poupança financeira migra em escala crescente para o *open-market* (MENDONÇA DE BARROS, 1993, p.8). Esse sistema, contudo, já revelaria desde logo seus efeitos colaterais. Isso porque além de “financeirizar os preços”, ou seja, tornar a taxa *overnight* referência para as expectativas de inflação dos agentes, tornou a definição da taxa de juros diária uma arte, pois tinha de ser alta ao ponto de garantir rendimento real aos aplicadores e baixa para não deteriorar as expectativas de inflação<sup>33</sup>. Este arranjo radicalizou o entrelaçamento entre o mercado de dívida pública e o mercado monetário, com a taxa do mercado monetário se consolidando enquanto referência para a remuneração dos títulos emitidos pelo setor público para viabilizar seu financiamento.

<sup>29</sup> 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.

<sup>30</sup> A LBC, então, 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, fornecendo-lhes os recursos necessários para o financiamento de suas posições em aberto em títulos públicos à taxa média diária – zeragem automática do mercado. 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 curto prazo aos agentes (MENDONÇA DE BARROS, 1993; CARVALHO, 1992).

<sup>31</sup> 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).

<sup>32</sup> 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).

<sup>33</sup> 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, à medida que reprimia a “fuga” da riqueza financeira para ativos reais (CARVALHO, 1992; 1993; 1996b). Vale registrar a seguinte afirmação de Carvalho (1992, p.141): “[...] O BC tinha que operar, portanto, meio às cegas, em busca de um patamar para o juro real mensal.”

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 – em que a autoridade monetária não mais podia emitir títulos próprios –, 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 títulos públicos (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*. 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 a assunção da ruptura das funções da moeda, condição que se objetivou na 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*<sup>34</sup>. 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 enquanto 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. Esta 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 (jun.1987) a LBC passa a desempenhar o papel de indexador oficial, em substituição à OTN, o que significou mais um abatimento da correção monetária na transição de indexador<sup>35</sup>. No fim de 1987, figuravam-se, fundamentalmente, três indexadores principais: a LBC, a OTN Fiscal<sup>36</sup> e a taxa de câmbio (PAULA, 1997; MINELLA, 1995; CARVALHO, 1992). No início de

<sup>34</sup> No Plano Cruzado, a emissão de CDB pelos bancos com financiamento diário em *overnight* se torna legal. As aplicações com remuneração diária pela taxa *over* são 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). Segundo Carvalho (1992, p.140), antes da criação dos FACP “[...] boa parte dos bancos não aceitava aplicações por um dia para valores reduzidos, ou pagava por elas taxas muito inferiores à média diária do *overnight*. [...] Com os fundos [...] mesmo recursos reduzidos passavam a receber juros diários quase idênticos aos recebidos pelos grandes aplicadores no *overnight*. [...]”

<sup>35</sup> A medida significou, no caso de todas as aplicações com correção monetária, incluindo a caderneta de poupança, uma redução de 8,07% da correção.

<sup>36</sup> A partir do fim de 1987 a OTN Fiscal passa 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.

1989, com o Plano Verão, por seu turno, ocorre uma nova mudança de indexador oficial, com a substituição do IPC pela LFT<sup>37</sup>. 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, 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 LTNs<sup>38</sup>.

Frente à aceleração da inflação a partir do fracasso do Plano Collor II (1991), o governo criou as 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 volta 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, a partir de então, sucessivos momentos de supressão e restabelecimento da indexação a índices de preços<sup>39</sup>, 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 o “caldeirão fervente da especulação” (TAVARES, 1978a, p.182). O governo captava recursos por meio da sinalização de juros reais positivos. Os bancos, por seu turno, se apropriavam 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. Logo, sob o arcabouço institucional da moeda indexada, a oferta de moeda se tornou endógena, tornando a política monetária passiva.

### **3. Indexação financeira e os limites da estabilidade monetária no Brasil**

Neste processo de desvirtuamento, o sistema de indexação deixa de cumprir uma de suas principais funções originalmente concebida, qual seja, de estruturar um sistema financeiro privado de longo prazo, capaz de viabilizar uma estrutura de financiamento do desenvolvimento. A indexação passa por um processo de metamorfose, especialmente ao longo dos anos 1980, cumprindo a função de lastro à

<sup>37</sup> 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).

<sup>38</sup> 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, estima-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).

<sup>39</sup> Como registra Minella (1995, p.221), entre 1964 e 1989 o Brasil contou com 15 formas diferentes de estipulação da correção monetária, a partir de diferentes formas de cálculo.

quase-moeda, ao mecanismo de defesa do público contra os efeitos da alta e persistente inflação (BELLUZZO e ALMEIDA, 1990, p.67). Ela se transforma em sua antítese, estimulando contratos de curtíssimo prazo (MINELLA, 1995). Conforme sintetizam 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.”

Deste modo, a indexação financeira no Brasil deve ser entendida numa perspectiva histórico-institucional-macroeconômica, decorrendo de um desvirtuamento do instituto da correção monetária introduzido no bojo das reformas institucionais do governo militar. Desvirtuamento este, cumpre notar, decorrente não apenas da necessidade imposta pelo resgate da função reserva de valor da moeda, mas em razão da tentativa quase desesperada do Estado de retomar as rédeas da política monetária em contexto de aceleração dos preços e da necessidade de criação de um espectro de riqueza capaz de atribuir viabilidade ao processo de conservação e, não raro, de valorização da riqueza em contexto de alta inflação, de instabilidade monetária<sup>40</sup>.

A existência de títulos atrelados à taxa de juros de curtíssimo prazo, num contexto em que prevalecem juros reais elevados, acaba constituindo uma anomalia para o funcionamento do sistema financeiro, tornando-o disfuncional ao propósito do financiamento da produção. Isto porque permite aos bancos e demais atores econômicos 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, p.149):

[...] 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.

Para os propósitos estabelecidos nesse artigo, importa destacar que a estabilidade monetária no Brasil, alcançada em julho de 1994, não suprimiu um dos principais pilares do arcabouço institucional da moeda indexada no Brasil, a saber, a indexação financeira.

Particularmente em relação ao Plano Real, pode-se afirmar que a principal engenhosidade de seus formuladores, envolvida nas três etapas<sup>41</sup> 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

<sup>40</sup> E, neste sentido, procede 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.

<sup>41</sup> 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.

função de unidade de conta por quatro meses (mai./jun.1994), de modo a alinhar os preços relativos da economia<sup>42</sup> e, assim, minimizar as pressões sobre os preços decorrentes do conflito distributivo que tipicamente sucede o estancamento do processo inflacionário. Adicionalmente, esta 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 no plano 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 isto, por seu turno, não poderia provocar uma desvalorização da taxa de câmbio, a âncora nominal do plano de estabilização: uma excessiva depreciação cambial produziria aumento de preços poderia afetar negativamente a confiança do público no plano de estabilização. Mas, ao invés 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, ante as altas taxas de juros. O superávit de 1,58% registrado na conta de transações correntes do balanço de pagamentos em 1992 dá lugar a déficits renitentes e crescentes a partir de 1994.

Não menos importante, deve-se salientar que a desaceleração abrupta da inflação, ao impactar adversamente as receitas inflacionárias dos bancos, reorientou a política operacional destas instituições em direção às operações de crédito, combustível adicional para o consumo. Em verdade, a aceleração do crédito tem início já em 1992/93, diante das expectativas dos bancos de perda das receitas proporcionadas pela inflação (OLIVEIRA, 2009). Neste 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 via conta financeira do balanço de pagamentos – necessário para acomodar o aumento das importações sem a produção de uma depreciação cambial –, contribuía decisivamente para a contenção do ritmo de aceleração do consumo agregado.

Desta 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 desta 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 binômio juros altos-câmbio baixo –, 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 tema<sup>43</sup>. O câmbio

---

<sup>42</sup> 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.

<sup>43</sup> Destacadamente Bielschowsky (1999), Kregel (1999) e Belluzzo e Almeida (2002, p.363-403).

valorizado, num contexto de crescente abertura financeira<sup>44</sup> e de taxa básica de juros elevada, implicou um aumento substancial do passivo externo líquido da economia brasileira, com impactos deletérios sobre as contas externas e fiscais, os quais se traduziram em termos de aguda instabilidade macroeconômica<sup>45</sup>.

A estabilidade monetária no Brasil, portanto, 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 impor severas perdas de capital aos detentores dos papéis do governo impediu a supressão da moeda indexada depois do Plano Real, num quadro de crescente endividamento do setor público (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<sup>46</sup>. Por isto, afirma 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 Selic foi a única saída para lidar com as incertezas criadas pela instabilidade do período.** [grifo nosso]

Isto significa que o processo de estabilização monetária no Brasil, pautado 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 decisivo para a confiança na moeda, que constitui um passivo da autoridade monetária garantido pelo Estado. Destarte, pode-se afirmar que esta “parcialidade” do Plano Real foi subserviente ao propósito da estabilização

<sup>44</sup> 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.

<sup>45</sup> 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. Esses saldos positivos em conta corrente, processo interrompido em 2008, viabilizou a estruturação de uma blindagem da economia brasileira a choques externos, com a melhoria de diversos indicadores de solvência externa e, por extensão, interna – o que permitiu a não-renovação do acordo com o FMI em 2005, além de ter sido fundamental para a acomodação dos efeitos negativos ocasionados pela crise americana em 2008. Por isso, pode-se dizer que apenas a partir de 2003 passa a se observar um ambiente macroeconômico menos instável, sob influência do ambiente internacional marcado por liquidez abundante, o que condicionou a retomada do crescimento. Cintra (2005) faz uma análise crítica deste modelo.

<sup>46</sup> Que constitui, segundo Lopreato (2008, p.29), “[...] o elemento síntese da moeda indexada”.

monetária. Perpetuou-se, deste modo, a institucionalidade da indexação financeira, mesmo num contexto de estabilidade de preços. Segundo Lopreato (2008, p.29):

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.

A indexação de boa parte da dívida pública à taxa de juros de curto prazo no Brasil, conjugado ao contexto de instabilidade macroeconômica, ofereceu a possibilidade de os atores 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 uma postura paradoxal, pois ao mesmo tempo conservadora (sob a ótica da liquidez) e lucrativa (no que diz respeito à geração de resultados).

A chamada indexação financeira passou a operar de modo distinto após o Plano Real, pois, diferentemente do período de alta inflação, passou a conviver com uma moeda de uso corrente que executa suas três funções básicas. Neste sentido, pode-se argumentar que, se por um lado, depois do Plano Real a moeda indexada 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 prospectivo da taxa básica de juros<sup>47</sup>. 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 agentes 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).

Contrariando as expectativas de muitos economistas, influenciadas pelas causas do fracasso dos vários planos de estabilização monetária a partir da segunda metade dos anos 1980, o Plano Real foi bem sucedido mesmo não suprimindo a moeda indexada. 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 restringida. Isto porque a existência de títulos públicos de curtíssimo prazo, com *duration* praticamente zero<sup>48</sup> e atrelados aos juros de curtíssimo prazo impede que o aumento da taxa

<sup>47</sup> 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.

<sup>48</sup> 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.

básica de juros se traduza em termos de redução do valor de mercado destes ativos, não provocando uma diminuição na riqueza dos detentores de títulos públicos<sup>49</sup>.

Logo, o estancamento do processo inflacionário não destruiu a macroestrutura financeira capaz de oferecer aos detentores de riqueza um ativo especialíssimo, com alto rendimento real, liquidez imediata e proteção contra aumentos da taxa de juros, condição que propiciou 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 e orientado para a concessão de recursos para o setor produtivo. Em poucas palavras, pode-se afirmar que a estabilidade monetária não rompeu com estrutura institucional que serve de amparo à ciranda financeira, e não apenas em razão da existência de títulos indexados aos juros de curto prazo, mas em razão de não ter se traduzido em estabilidade macroeconômica e, conseqüentemente, não ter propiciado a prática de juros reais baixos.

A estabilidade monetária no Brasil foi alcançada, assim, sem a adaptação do arcabouço institucional que rege a relação entre os mercados de moeda e de títulos públicos ao contexto de baixa inflação. Neste 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 prevalecente nas operações de um dia<sup>50</sup>. 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 esta última positivamente inclinada nos eixos juros x tempo de maturação dos títulos. Isto porque, sob arcabouço da moeda indexada, a *duration* extremamente reduzida da dívida mobiliária federal interna, ante a alta participação dos títulos pós-fixados, faz com 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 desta 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 nesta proposta. Mencionam, inicialmente, o risco de estas medidas serem interpretadas pelo mercado enquanto uma postura mais tolerante da autoridade monetária em relação à inflação, o que implicaria a aceleração dos preços e inviabilizaria a estratégia. Contudo, se bem recebida, porém em excesso, essa iniciativa poderia

---

<sup>49</sup> 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). [...]”

<sup>50</sup> 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.

derrubar as taxas de juros de longo prazo, dificultando o alongamento dos prazos (FERREIRA, ROBOTTON FILHO e 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 pelos agentes 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, Rotton 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 mercado de derivativos, livrando o Tesouro do ônus de um aumento da taxa de juros. A prática de usar esse mercado 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-chaves 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. Ressalva, contudo, que a despeito da oportunidade que o contexto macroeconômico oferece, o fato de este 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. Ressalta, ainda, que a supressão da indexação financeira tem de ser acompanhada por outras medidas de cunho regulatório, notadamente destinadas a reduzir o sistema de liquidez diária dos fundos de investimento e a participação destes ativos nas carteiras dos investidores institucionais<sup>51</sup>.

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, deste modo, que não há consenso a respeito do arranjo institucional que possibilite a alteração do atual arcabouço que rege a relação entre os mercados monetário e de títulos no Brasil. Ainda assim, pode-se afirmar que supressão de um dos principais pilares do regime de alta

---

<sup>51</sup> Para um exame mais detido desta proposta, ver Lopreato (2008).

inflação, bem como a prática de juros reais sintonizados com a realidade internacional, colocam-se enquanto elementos indispensáveis, ainda que insuficientes, para completar o Plano Real e, assim, transformar a estabilidade monetária em estabilidade macroeconômica.

#### 4. Conclusão

A indexação financeira deve ser entendida numa perspectiva macroeconômica-histórica-institucional, posto que decorrente do processo de desvirtuamento do expediente da correção monetária institucionalizado em 1964.

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, por extensão, 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 com a 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 observância de um padrão de atuação dos bancos pouco subserviente ao financiamento do desenvolvimento.

Tem-se, pois, que a transformação da estabilidade monetária em 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, particularmente dos bancos, fazendo da produção o principal circuito de valorização da riqueza.

#### Bibliografia

ALMEIDA, Julio Sergio Gomes de. **As financeiras na reforma do mercado de capitais**: o descaminho do projeto liberal. 1980. 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, Werner. **A economia brasileira**. São Paulo: Nobel, 1996.
- BAETA, Zínia. Plano Verão deve abarrotar justiça. **Valor Econômico**, São Paulo, 30.04.2008.
- BAUTZER, Tatiana 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, Ricardo (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, Carlos 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, Marcos 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, Paulo R. Davidoff. Notas sobre o financiamento de longo prazo na economia brasileira do pós-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, Carlos Kawall Leal; 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, Carlos K.; FREITAS, Maria Cristina P. de; SANTOS, Patrícia. Evolução e Impasses do Crédito. **Relatórios de Pesquisa n.4**, São Paulo, IESP/FUNDAP, 1988.
- FRENKEL, Roberto. Hiperinflação: o inferno tão temido. In: REGO, José M. (org.). **Inflação e hiperinflação**: interpretações e retórica. São Paulo: Bienal, 1990. p.111-131.
- HERMANN, Jennifer. Reformas, endividamento externo e o “milagre econômico” (1964-1973). In: GIAMBIAGI, Fabio et al. (orgs.). **Economia brasileira contemporânea**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005a. 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, Francisco L. de P. **Choque heterodoxo**: combate à inflação e reforma monetária. Rio de Janeiro: Campus, 1986.
- LOPREATO, Francisco L. C. Problemas de gestão da dívida pública brasileira. **Texto para Discussão IE/Unicamp**, n.139, jan.2008.
- MARTONE, Celso L. Análise do Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG) (1964-1966). In: LAFER, Betty M. (org.) **Planejamento no Brasil**. 3ª ed. São Paulo: Editora Perspectiva, 1975. p.69-89.
- MENDONÇA DE BARROS, Luiz 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, André. **A indexação dos contratos financeiros em contexto de alta inflação: o caso brasileiro (1964-1990)**. 1995. 246 f. Dissertação (Mestrado em Economia)–Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1995.
- MOURA E SILVA, Adroaldo. **Intermediação financeira no Brasil: origens, estrutura e problemas**. FEA/IPE/USP: São Paulo, 1979.
- MOURA, Alkimar 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, Eunice. 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, Giuliano Contento de. **Estrutura patrimonial e padrão de rentabilidade dos bancos privados no Brasil (1970-2008): teoria, evidências e peculiaridades**. 1995. 562 f. Tese (Doutorado em Economia)–Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2009.
- OLIVEIRA, Giuliano Contento de; CARVALHO, Carlos Eduardo. “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. de. **Comportamento dos bancos em alta inflação: teoria e experiência brasileira recente**. 1997. 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.). 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.219-227.
- SICSÚ, João. 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. de Oliveira. **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. da C. (1978a) **Ciclo e crise: o movimento recente da industrialização brasileira**. Campinas, SP: IE/UNICAMP, 1998. (30 Anos de Economia – UNICAMP, 8) pp.139-186.
- \_\_\_\_\_. (1972) **Da substituição de importações ao capitalismo financeiro: ensaios sobre a economia brasileira**. 11ª ed. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1983.
- TEIXEIRA, Natermes G. **Tendências estruturais do sistema financeiro**. São Paulo: IESP/FUNDAP, 1988.
- TONETO JR., Rudinei. **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., Álvaro 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.