

# A indexação dos ativos financeiros: a experiência brasileira\*

Fernando de Holanda Barbosa\*\*

Este trabalho tem como objetivo analisar a experiência brasileira na indexação de ativos financeiros e mostrar como ela fracassou, pois não conseguiu criar um instrumento não inflacionário para o financiamento do déficit público e também não foi capaz de construir um sistema financeiro sólido para o financiamento de habitações no país. O trabalho descreve de maneira sucinta os principais mecanismos de indexação que foram adotados na economia brasileira desde 1964, analisa a experiência de indexação no Sistema de Habitação e mostra como a dívida pública indexada transformou-se em moeda indexada.

*1. Introdução; 2. A indexação no Brasil; 3. A indexação no Sistema Financeiro de Habitação; 4. A indexação da dívida pública; 5. A moeda indexada; 6. Conclusões.*

## 1. Introdução

Desde 1964, vários mecanismos de indexação foram introduzidos na economia brasileira com o objetivo de reduzir os efeitos da inflação não-antecipada sobre o lado real da economia. Num país com uma longa tradição inflacionária, esses mecanismos eliminariam a incerteza associada à previsão dos valores nominais dos contratos, e a indexação seria um substituto adequado para um padrão monetário estável.

Depois de 20 anos de experiência com esses instrumentos de indexação, na primeira metade da década dos 80, alguns economistas começaram a apresentar propostas de desindexação parcial, ou mesmo total, da economia

\* Trabalho preparado para a CEPAL, apresentado no Seminário Experiencias con Indización de Fondos Financieros en América Latina, realizado em Santiago, em 3 e 4 de agosto de 1992.

\*\* Professor da Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas e do Departamento de Engenharia de Produção da Universidade Federal Fluminense. O autor agradece a Felipe Jiménez por comentários a uma versão preliminar deste trabalho, e a Salomão Quadros pela cessão do índice de correção monetária que ele elaborou, levando em conta as diversas mudanças de procedimentos que ocorreram na economia brasileira de 1964 até 1991.

brasileira, argumentando que esses mecanismos teriam contribuído para agravar o processo inflacionário e seriam também responsáveis pelo aumento do custo social de um programa de estabilização. O Plano Cruzado implementado no primeiro trimestre de 1986 iniciou o ciclo de experimentos heterodoxos, que teve como apogeu o Plano Collor I. Esse ciclo aparentemente chegou ao final com o fracasso do Plano Collor II.

Os críticos do sistema de indexação utilizaram basicamente dois tipos de argumentos para justificar suas propostas. O primeiro é que o sistema de indexação contribui para o aumento da inflação e a redução da produção quando ocorrem choques de oferta na economia. O segundo argumento afirma que a propagação da inflação do passado para o presente é maior na presença de mecanismos de indexação, e que portanto o componente inercial da inflação torna-se mais rígido em economias indexadas. Em ambos os casos poder-se-ia rebater esses argumentos alegando que o problema não reside no mecanismo de indexação, mas sim na fórmula da indexação utilizada. Todavia, uma fórmula tecnicamente correta pode implicar uma distribuição de custos e benefícios para a sociedade, e essa distribuição não ser aceita do ponto de vista político.

Este trabalho tem como objetivo analisar a experiência brasileira na indexação de ativos financeiros e mostrar como ela fracassou, pois não conseguiu criar um instrumento não-inflacionário para o financiamento do déficit público e também não foi capaz de construir um sistema financeiro sólido para o financiamento de habitação no país.<sup>1</sup> O trabalho está organizado no seguinte modo: a seção 2 descreve de maneira sucinta os principais mecanismos de indexação que foram adotados na economia brasileira desde 1964; a seção 3 analisa a experiência de indexação no Sistema Financeiro de Habitação; a seção 4 trata da indexação da dívida pública; a seção 5 mostra como a dívida pública indexada transformou-se em moeda indexada; e a seção 6 sumariza as conclusões do trabalho.

## **2. A indexação no Brasil**

Os principais mecanismos de indexação que foram adotados no Brasil podem ser classificados em quatro categorias: a) normas que legalizam contratos privados com cláusula de correção monetária; b) mecanismos que permitem a aplicação da indexação no sistema tributário; c) ativos financeiros

<sup>1</sup> Nos últimos 30 anos, os principais ativos financeiros no Brasil, excluindo-se o papel-moeda e os depósitos à vista, foram os seguintes: depósitos de caderneta de poupança, títulos das dívidas públicas federal e estadual, depósitos a prazo fixo, letras de câmbio e letras imobiliárias. Neste trabalho concentraremos nossa análise nos depósitos de caderneta de poupança e nos títulos públicos porque foram, em geral, os ativos financeiros mais importantes. Em dezembro de 1986, por exemplo, as cadernetas de poupança e os títulos públicos representavam 74% dos haveres financeiros não-monetários da economia brasileira.

ros com cláusulas de correção monetária; e d) aplicação discricionária de algumas regras que permitem a correção de alguns preços pela taxa de inflação.

Um exemplo bastante importante da primeira categoria são os consórcios para a compra de bens duráveis, como o automóvel, em virtude do incipiente mercado financeiro de crédito direto ao consumidor. Nesse tipo de contrato, um grupo de pessoas, através de uma empresa de consórcios, paga uma quota mensal que corresponde a uma fração do valor do bem, e esta quota é indexada ao preço do bem (um automóvel, por exemplo). A cada mês, um determinado número de pessoas do grupo, por sorteio ou por lance (que reduz o número de quotas a pagar), adquire o bem. Ao final do prazo do contrato do consórcio, todas as pessoas do grupo recebem seus bens. Nesse mecanismo existe uma transferência de renda daqueles que receberam o bem por último para aqueles que receberam no início do consórcio. O consórcio de automóveis é responsável por grande parte das vendas da indústria automobilística brasileira.

Entre os mecanismos que permitem a aplicação de indexação no sistema tributário, poderíamos citar três exemplos. O primeiro procura eliminar o efeito Olivera-Tanzi. Quando a taxa de inflação aumenta, a defasagem existente entre o fato gerador do tributo e o seu pagamento acarreta diminuição da arrecadação real. A legislação tributária brasileira tem indexado alguns tributos a partir de seus fatos geradores com o objetivo de proteger a receita real do governo. No caso do imposto de renda das pessoas jurídicas, permite-se a correção monetária de itens dos ativos das empresas, para que não se tribute o lucro nominal mas sim o lucro real. O terceiro exemplo diz respeito ao imposto de renda das pessoas físicas, cujas faixas progressivas são corrigidas monetariamente para que a carga fiscal do contribuinte não aumente com a taxa de inflação.

Nesta seção concentraremos nossa atenção nas duas últimas categorias dos mecanismos de indexação, que basicamente envolvem três tipos de reajuste de valores nominais: taxa de câmbio, salários e correção monetária de ativos financeiros.

Antes de prosseguir, cabe mencionar que o termo indexação, ou correção monetária, tem sido usado no Brasil para designar regras de reajustes de valores nominais que dependem da taxa de inflação. Essas regras não têm necessariamente como objetivo eliminar a incerteza da inflação não-antecipada e portanto não deveriam ser denominadas indexação. Todavia, não faz muito sentido questionar o uso das palavras. É importante lembrar que existe uma diferença fundamental entre política de rendas e indexação. A política de rendas caracteriza-se pela intervenção do Estado no sistema de preços e não pela negociação dos contratos em termos reais. Conseqüentemente, boa parte daquilo que no Brasil é chamado de indexação na verdade trata-se de política de rendas.



## 2.1 A política cambial

A política cambial brasileira sofreu uma mudança profunda em agosto de 1968, quando foi introduzido o sistema de minidesvalorizações cambiais. Esse sistema consistia em desvalorizações em pequenos intervalos de tempo, e a regra de desvalorização procurava manter a taxa de câmbio real constante. A taxa de câmbio real é igual ao produto da taxa de câmbio nominal por um índice de preços internacional dividido por um índice de preços doméstico ( $e = EP^*/P$ ). Um problema importante na aplicação dessa regra consiste na definição dos vários conceitos que entram na fórmula. A taxa de câmbio nominal usada foi a taxa do cruzeiro em relação ao dólar, o índice de preços internacional escolhido foi o índice de preços por atacado para produtos industriais dos EUA, e o índice de preços doméstico foi o índice de preços por atacado de produtos industriais calculado pela Fundação Getúlio Vargas. Ocasionalmente fazia-se uma correção adicional na fórmula para levar em conta mudanças do dólar em relação a outras moedas internacionais.

Esse sistema de minidesvalorizações foi interrompido pela primeira vez em dezembro de 1979, quando o cruzeiro sofreu uma maxidesvalorização de 30%, com o objetivo de ajustar a economia brasileira ao segundo choque do petróleo. Logo em seguida, no início de 1980, houve uma tentativa de prefixação da taxa de desvalorização para todo o ano, fixada em 45%, quando a inflação anual aproximava-se dos 100%, com a finalidade de combate à inflação, adotando-se as âncoras cambial e de correção monetária das ORTN no programa de estabilização. No segundo semestre de 1980, abandonou-se essa tentativa em virtude da crise cambial que ela provocaria, e voltou-se ao sistema de minidesvalorizações, deixando-se de levar em conta a inflação externa, na regra de minidesvalorizações.

A segunda interrupção ocorreu em fevereiro de 1983, quando novamente houve uma maxidesvalorização de 30%, voltando-se em seguida ao sistema de minidesvalorizações. No primeiro semestre de 1985, com a inflação no patamar de mais de 200% ao ano, estabeleceu-se o sistema de minidesvalorizações diárias.

No Plano Cruzado, a taxa de câmbio foi fixada em 13,84 cruzados por dólar de 28 de fevereiro até outubro de 1986, quando a nova moeda que tinha substituído o cruzeiro começou a ser desvalorizada. Em meados de junho de 1987, o Plano Bresser fez uma minidesvalorização cambial de 9,5% e prosseguiram as minidesvalorizações. O Plano Verão promoveu uma desvalorização cambial de 17% em 15 de janeiro de 1989, congelou o câmbio, mas alguns meses depois teve que voltar ao sistema de minidesvalorizações.

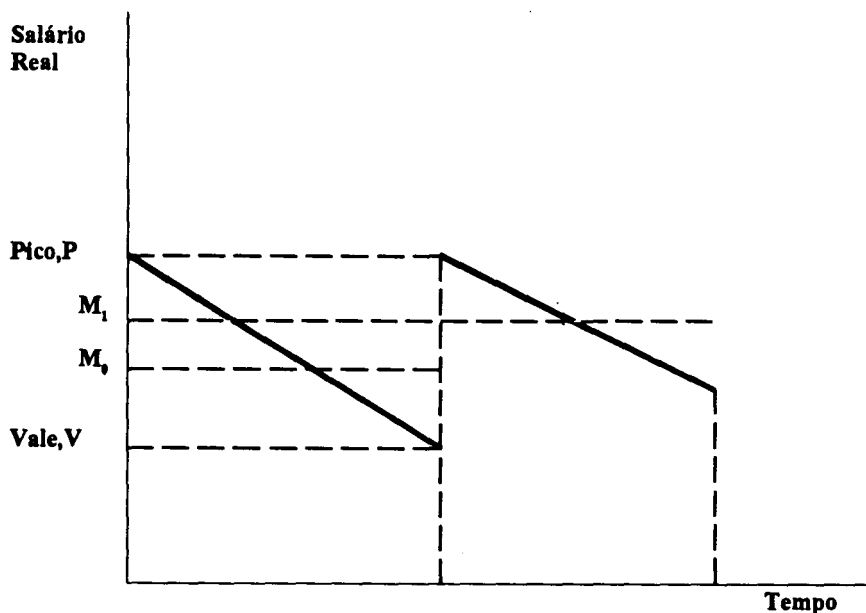
O Plano Collor I adotou o regime de taxa de câmbio flutuante, que na prática funcionou como uma "flutuação suja", com o Banco Central inter-

vindo fortemente no mercado cambial. A segunda equipe econômica do governo Collor voltou ao antigo sistema de minidesvalorizações cambiais, com o Banco Central intervindo diariamente na fixação da taxa de câmbio, e procedeu a um ajuste da taxa de câmbio real com uma minidesvalorização de 15% em setembro de 1991.

## 2.2 A política salarial

No período compreendido entre 1945 e 1965, a intervenção do governo brasileiro na determinação dos salários limitou-se à fixação do salário mínimo. O plano de estabilização do governo Castello Branco, denominado Programa de Ação Econômica do Governo (Paeg), diagnosticou que até 1964 os reajustes salariais do setor privado eram feitos de sorte a repetir o pico prévio alcançado pelo salário real no período anterior, como indicado na figura 1. Num programa de estabilização que tenha como objetivo reduzir a taxa de inflação, esse tipo de comportamento faria com que o valor médio do salário real aumentasse, por exemplo, de  $OM_0$  para  $OM_1$ , na figura 1. Esse aumento introduziria uma pressão de custo no processo inflacionário tornando o combate da inflação mais difícil e ao mesmo tempo elevando o custo social do programa de estabilização pelo crescimento do desemprego que poderia provocar.

**Figura 1**  
Salário real: pico x média



O Paeg estabeleceu então uma política salarial na qual os reajustes salariais teriam como objetivo a manutenção do salário médio e não o salário de pico do trabalhador. Esse tipo de reajuste salarial não deve ser entendido como um mecanismo de indexação, mas como um instrumento de política de rendas de um programa de combate à inflação. Com efeito, ele não assegura ao trabalhador uma trajetória do salário real, mas consiste apenas numa regra de reajuste na época de revisão do salário.

O mecanismo de reajuste pela média vigorou até 1979, com um prazo de revisão de um ano. Em 1979, optou-se pelo reajuste pelo pico e diminuiu-se o intervalo entre reajustes para um semestre. No período 1979-85, oito fórmulas diferentes para reajustes de salários foram usadas. Em 1986, com o Plano Cruzado, estabeleceu-se uma escala móvel de salários, com um "gatilho" que dispararia toda vez que a inflação atingisse 20%. Os formuladores do Plano Cruzado introduziram a escala móvel pensando que jamais seria utilizada, pois imaginavam que a inflação anual seria inferior a 15%. Em dezembro de 1986, o "gatilho" começou a funcionar, e o Plano Bresser de 1987 abandonou esse mecanismo, criando outra fórmula de reajuste para os salários. Nas experiências heterodoxas que se seguiram, diferentes fórmulas têm sido usadas para reajustar os salários.

### 2.3 Correção monetária de ativos financeiros

As Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN) foram criadas pela Lei nº 4.357, de 16-7-1964, com valor inicial igual a Cr\$10. Eram reajustadas mensalmente, e seu valor no primeiro mês de cada trimestre civil coincidia com a Unidade Padrão de Capital (UPC) do Sistema Financeiro de Habitação, que servia para reajustar os rendimentos das cadernetas de poupança e os saldos devedores dos empréstimos imobiliários.

O Plano Cruzado de fevereiro de 1986 acabou com as ORTN e em seu lugar criou as Obrigações do Tesouro Nacional (OTN), depois extintas pelo Plano Verão de 1989. As OTN foram substituídas pelo Bônus do Tesouro Nacional (BTN), que terminou sendo abolido pelo Plano Collor II.<sup>2</sup>

Ao longo da existência das ORTN e de seus sucedâneos, os governos mudaram em diversas oportunidades as fórmulas de cálculo da correção monetária e trocaram várias vezes os índices de preços utilizados no cálculo da mesma. Essas decisões não eram, em geral, fundamentadas tecnicamente e em algumas oportunidades refletiram o capricho do ministro da Economia da época, que, por exemplo, trocou de índice simplesmente porque um

<sup>2</sup> O Bônus do Tesouro Nacional foi criado pela Lei nº 7.777, de 19-6-1989, com as seguintes características: a) prazo de resgate de dois anos; b) taxa de juros de 6% ao ano, calculada sobre o valor nominal atualizado, do mês em que os juros fossem devidos; c) pagamento de juros semestral e d) títulos nominativos transferíveis.

índice de preços que não era usado registrou naquele mês um valor menor para a taxa de inflação.

A razão básica para os planos de estabilização heterodoxos tentarem acabar com a ORTN e seus similares é que essas obrigações passaram a ser usadas como unidade de conta para vários contratos e no cálculo de vários preços da economia.<sup>3</sup> Ao contrário do que ocorreu em vários países latino-americanos que tiveram experiência com inflação crônica, na economia brasileira o dólar não substituiu nem o cruzeiro, nem o cruzado, nem o cruzado novo como unidade de conta. Esta função foi desempenhada em grande parte pelas ORTN e seus substitutos.

Portanto, não constitui surpresa que, num país com um sistema de indexação tão discricionário, a unidade de conta ORTN (e seus substitutos) tenha se depreciado ao longo do tempo. A figura 2 mostra a evolução real da ORTN (deflacionada pelo índice geral de preços da Fundação Getúlio Vargas) no período de julho de 1964 a novembro de 1991. Para calcular esse valor real, encadearam-se os vários índices utilizados depois da extinção da ORTN em 1986. Tornando o valor de julho de 1964 igual a 100, o valor real da ORTN em julho de 1974 foi igual a 86. Em julho de 1984, o índice atingiu 36 pontos, e em novembro de 1991 o valor real da ORTN estava reduzido a apenas 9% do seu valor original.

### 3. A indexação no Sistema Financeiro de Habitação

A Lei nº 4.380, de 21-8-1964, criou o Sistema Financeiro de Habitação (SFH) e instituiu a correção monetária para os empréstimos imobiliários. O modelo adotado na reforma do mercado de capitais brasileiro (Lei nº 4.728, de 1965) foi o de segmentação financeira, criando instituições especializadas por tipo de crédito. O SFH tinha como órgão gestor e supervisor o Banco Nacional da Habitação, e o sistema era formado por sociedades de crédito imobiliário, associações de poupança e empréstimos, e pela Caixa Econômica Federal e as caixas econômicas estaduais, que constituem o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE). A diferença entre as sociedades de crédito imobiliário e as associações de poupança e empréstimos era que estas últimas somente concediam financiamento aos seus associados e não tinham finalidade lucrativa. A Caixa Econômica Federal e as caixas econômicas estaduais eram empresas que já existiam; tinham-se especializado no crédito imobiliário e foram então incorporadas ao SFH.

<sup>3</sup> Não existe informação disponível que permita quantificar a abrangência da ORTN e seus similares como unidade de conta na economia brasileira. Uma prática empresarial bastante comum era fornecer preços indexados quando se solicitava uma cotação de preços. Nos contratos com duração que excediam um mês, a legislação permitia a cláusula de correção monetária, mas proibia o uso de moeda estrangeira para essa finalidade. Os contratos de *leasing*, aluguéis comerciais, prestação de diversos tipos de serviços (assessoria, consultoria, profissionais autônomos etc.) eram feitos em ORTN. Todavia, os preços no comércio varejista nunca chegaram a ser expressos em ORTN ou similares.

Figura 2  
Valor Real da Correção Monetária  
(deflator: IGP-DI)

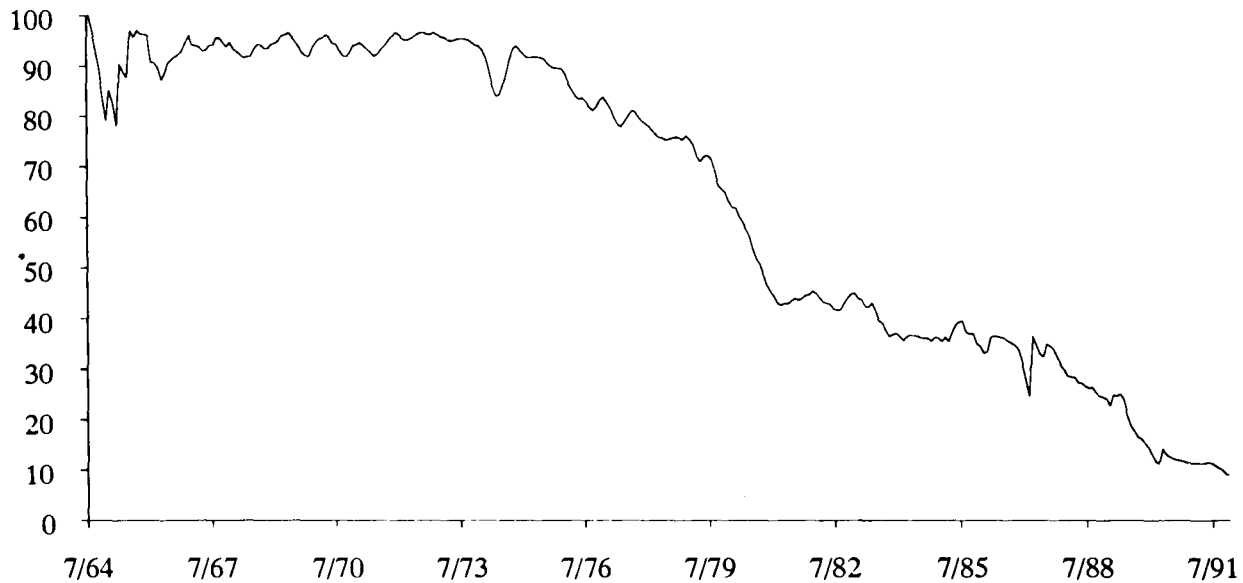
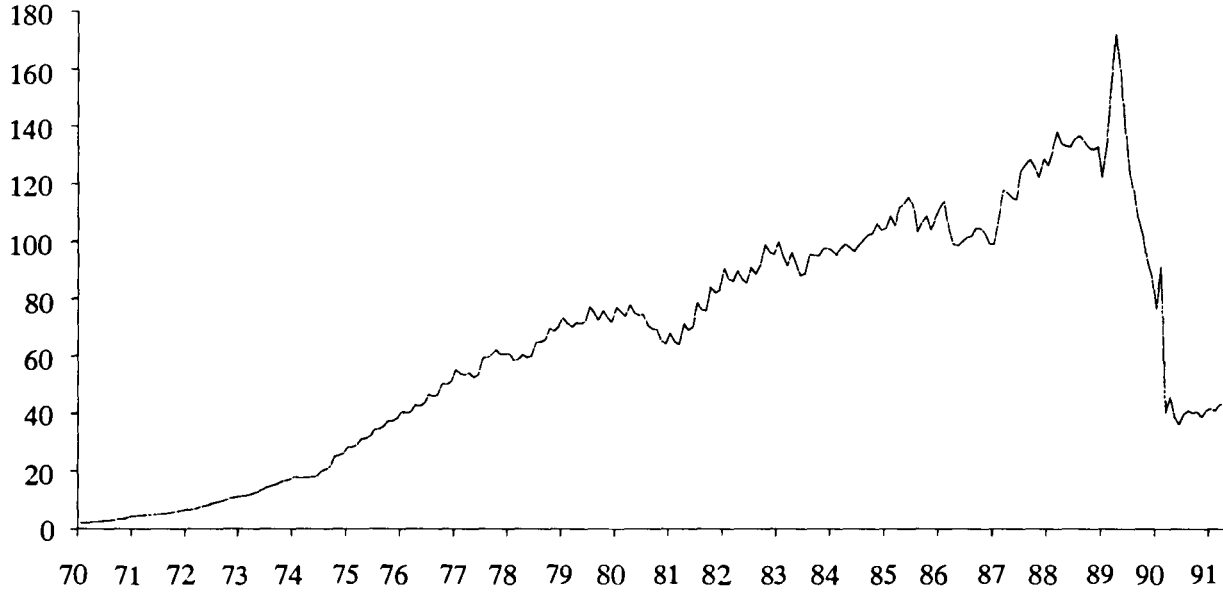




Figura 3  
Índice de Poupança Real  
(base: jan/1983=100)



O desenvolvimento do mercado financeiro brasileiro levou à formação de conglomerados financeiros, com empresas operando em vários segmentos do mercado, mas cada empresa constituindo uma entidade jurídica própria. A Resolução nº 1.524, de 21-9-1988, do Conselho Monetário Nacional procedeu a uma verdadeira reforma bancária ao permitir que as empresas financeiras se transformassem em bancos múltiplos, capazes de operar com as seguintes carteiras: a) comercial; b) investimentos; c) desenvolvimento; d) crédito imobiliário; e e) crédito, financiamento e investimento. Essa reforma, além de possibilitar uma maior eficiência através de redução e custos, permitirá também maior integração dos mercados financeiros, acabando com o modelo de segmentação implantado na segunda metade da década dos 60.

Os recursos do SFH têm três fontes: a) o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS); b) as cadernetas de poupança; e c) as letras imobiliárias. No início de suas operações, as sociedades de crédito imobiliário tinham nas letras imobiliárias uma fonte importante de recursos, mas no começo da década dos 70 as cadernetas de poupança passaram a ser o principal instrumento de captação de recursos para seus empréstimos imobiliários.<sup>4</sup>

O Fundo de Garantia por Tempo de Serviço é um mecanismo de poupança compulsória; administrado pelo BNH, passou a ser gerido pela Caixa Econômica Federal depois da extinção do BNH em 1986. Cada empresa é obrigada a contribuir para o FGTS, com um valor mensal correspondente a 8% do salário de cada trabalhador, numa conta individualizada, que rende correção monetária mais juros de 3% ao ano. O trabalhador pode sacar os recursos deste fundo em várias circunstâncias, entre as quais cabe salientar: a) para a compra de casa própria financiada pelo SFH; b) quando é demitido da empresa; e c) quando se aposenta. Os recursos do FGTS têm sido usados no financiamento imobiliário e no financiamento da infra-estrutura urbana.

As cadernetas de poupança foram uma inovação financeira de grande sucesso na economia brasileira, tornando-se o principal ativo para investimento do pequeno poupador. A figura 3 mostra a evolução do estoque real da poupança de janeiro de 1970 até abril de 1991. Em janeiro de 1980, o estoque era igual a 40 vezes o valor de janeiro de 1970, evidenciando o sucesso das cadernetas na década de 70. O comportamento na década seguinte foi bastante irregular, principalmente na segunda metade daquele período. O saldo da poupança começou a declinar em 1980, depois da prefixação da correção monetária em janeiro daquele ano, e só voltou a crescer em abril de 1981. Em janeiro de 1990, o valor do estoque real da poupança era praticamente igual ao de janeiro de 1980. Com o Plano Collor I ocorreu uma redução abrupta do saldo das cadernetas, em virtude do sequestro dos ativos financeiros pelo governo.

<sup>4</sup> Em 1972, o volume de letras imobiliárias era igual a 65% do estoque da caderneta de poupança, em 1975 essa proporção já tinha se reduzido para 16%, e em 1980 representava apenas 1,6% do estoque das cadernetas.

As cadernetas de poupança rendem correção monetária mais juros de 6% ao ano e são garantidas pelo SFH. Até a primeira metade da década dos 80, a correção monetária e os juros eram creditados trimestralmente, e na hipótese de saque antes do primeiro dia útil de cada trimestre o poupador era penalizado com a perda da correção monetária e dos juros sobre a quantia sacada. Com a aceleração da inflação brasileira na década dos 80, a correção monetária e os juros passaram a ser creditados mensalmente, e o poupador passou a ter opção de escolher a data de aniversário de sua caderneta. O saque antes da data de aniversário continuou a ser penalizado pela perda da correção monetária e dos juros correspondentes, induzindo à prática de o poupador abrir várias cadernetas com datas diferentes para contornar esse tipo de problema.

O principal objetivo da introdução de um ativo financeiro indexado é evitar a transferência de renda que ocorre entre o credor e o devedor quando a inflação não é antecipada. Esse fato não aconteceu com a caderneta de poupança porque o índice de correção monetária utilizado para corrigi-la não acompanhou a taxa de inflação. Esse índice é o mesmo que foi adotado para as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional até sua extinção em 1986 e para os demais índices que lhes sucederam. A figura 2 mostra como esse índice perdeu seu valor ao longo do período 1964-91. A rentabilidade das cadernetas de poupança, em vez de ser constante e igual a 6% ao ano, oscilou bastante e não protegeu o poupador dos efeitos corrosivos da inflação. A tabela 1 mostra o comportamento da rentabilidade real trimestral no período 1975-90, usando-se como deflator o índice geral de preços da Fundação Getúlio Vargas. A taxa de remuneração real oscilou bastante, atingindo 13,13% no terceiro trimestre de 1987 e um valor negativo igual a 11,44 no segundo trimestre de 1990. Uma das funções da indexação seria remover a variabilidade do retorno real do ativo financeiro. A simples inspeção da tabela 1 revela que o sistema de indexação brasileiro foi incapaz de proteger o poupador dos riscos de uma taxa de inflação volátil.

Até 1982, o número de unidades habitacionais financiadas anualmente pelo SFH cresceu e foi bastante expressivo, como mostra a tabela 2. Em 1982, por exemplo, 541 mil unidades foram financiadas, e o estoque de habitações financiadas até aquele ano, inclusive, atingiu quase 4,2 milhões de unidades. A partir de 1983, o fluxo de financiamentos sofreu uma redução brutal, e esse novo padrão manteve-se no restante da década dos 80. Que fatores determinaram essa mudança estrutural no SFH? Para compreender o que ocorreu é necessário analisar o descasamento progressivo entre o ativo e o passivo das empresas de crédito imobiliário.

**Tabela 1**  
**Taxas de rendimento real das cadernetas de poupança**  
 (%)

Ano	Trimestre			
	I	II	III	IV
1975	0,47	1,54	-0,50	0,91
1976	-2,88	0,13	-1,08	3,68
1977	-3,37	1,26	2,42	-1,14
1978	-0,79	0,28	1,83	1,87
1979	-4,30	2,75	-6,23	-3,17
1980	-3,64	-5,69	-8,83	-7,89
1981	-2,81	3,28	2,07	4,35
1982	-3,55	-1,32	5,86	5,45
1983	-2,17	-1,58	-6,60	-1,69
1984	1,57	1,45	1,45	1,51
1985	1,49	9,41	-4,86	-1,79
1986	-6,51	3,34	2,59	-2,74
1987	3,48	-8,46	13,13	-8,87
1988	-2,28	-1,90	0,28	0,34
1989	10,68	2,83	-12,09	0,75
1990	-5,69	-11,44	-1,54	3,64

Fonte: Abecip.

**Tabela 2**  
**Financiamentos totais do Sistema de Habitação**  
 (Unidades)

Ano	SFH		Totais	
	BNH/CEF		No ano	Acumulado
1974	-	-	-	1.070.205
1975	77.417	64.512	141.919	1.212.134
1976	164.353	104.410	273.763	1.485.897
1977	209.709	58.004	267.713	1.753.610
1978	279.516	58.133	337.649	2.091.259
1979	274.238	108.985	383.223	2.474.482
1980	366.808	260.535	627.342	3.101.824
1981	298.514	266.884	465.398	3.567.222
1982	282.384	258.745	541.129	4.108.351
1983	32.685	44.562	77.247	4.185.598
1984	43.551	42.807	86.358	4.271.956
1985	25.005	34.652	59.657	4.331.613

1986	21.878	19.099	40.977	4.372.590
1987	17.556	13.219	30.774	4.403.364
1988	40.762	137.138	177.900	4.581.264
1989	-	81.327	81.327	4.662.591
1990	163.234	46.113	209.647	4.872.238

Fonte: Abecip.

Esse descasamento ocorreu basicamente em função da adoção, pelo SFH, de planos de correção monetária para amortização de dívidas que são financeiramente inconsistentes. Um plano de amortização é financeiramente consistente quando o débito é efetivamente liquidado com o pagamento da última prestação contratual. Por outro lado, um plano de correção monetária para amortização de dívida é financeiramente inconsistente quando na data de pagamento da última prestação do contrato o saldo devedor da dívida é diferente de zero. Essa inconsistência ocorre em duas situações: a) quando se utilizam índices diferentes para a correção monetária das prestações e do saldo devedor, podendo as correções ocorrerem na mesma data ou não; e b) quando o índice de preços é o mesmo, mas a correção monetária das prestações e do saldo devedor não é feita simultaneamente.

Em janeiro de 1966, o BNH criou dois planos de correção monetária para amortização de dívida contraída com empréstimo imobiliário no Sistema Financeiro de Habitação, denominados Plano A e Plano B. No Plano B, o saldo devedor e as prestações eram corrigidas trimestralmente, de acordo com o mesmo índice que corrigia as cadernetas de poupança; esse plano era financeiramente consistente.<sup>5</sup> O Plano A era destinado ao financiamento de habitações populares, com valor não superior a 75 salários mínimos. As condições desse plano eram as seguintes: correção trimestral do saldo devedor de acordo com o índice de correção das cadernetas de poupança e reajuste das prestações segundo a variação do salário mínimo, com vigência 60 dias após o seu reajuste. O Plano A era inconsistente do ponto de vista financeiro, e as normas do BNH previam que, se o financiamento não fosse amortizado em 25 anos, aplicar-se-iam ao saldo devedor as condições do Plano B, com a ampliação do prazo de pagamento do contrato.

Em junho de 1967, o BNH criou o Plano C com as seguintes características: a) saldo devedor reajustado pelo índice de correção das cadernetas de poupança; b) prestações indexadas pelo salário mínimo, com vigência 30 dias após o reajuste do mesmo; e c) obrigação do mutuário de contribuir, no momento da assinatura do contrato do financiamento, com valor igual a uma

<sup>5</sup> A taxa de juros nominal cobrada no Plano B era igual a 10% ao ano, capitalizada trimestralmente, o que corresponde a uma taxa efetiva de 10,38%. Nos planos dedicados ao financiamento de habitações populares, a taxa para empréstimos variou entre 1% e 10% ao ano. O SFH tem, portanto, taxas fixas na captação e nas aplicações. O ajuste do sistema não se faz via preços, mas sim através do racionamento do crédito imobiliário.

prestação para o Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS). Esse fundo foi criado para ressarcir as empresas de crédito imobiliário do saldo devedor do empréstimo, quando a dívida não tivesse sido amortizada no final do contrato.

Em novembro de 1969, o BNH extinguiu os planos A e C, substituindo-os pelo Plano de Equivalência Salarial (PES), e também mudou a denominação do Plano B para Plano de Correção Monetária. No Plano de Equivalência Salarial, o saldo devedor é corrigido trimestralmente de acordo com o mesmo índice de reajuste das cadernetas de poupança, e as prestações são indexadas pelo salário mínimo com uma defasagem de 60 dias ou reajustadas em um determinado mês escolhido pelo mutuário. O número de prestações no PES é fixo e não depende do saldo devedor no final do contrato; o mutuário não era mais obrigado a contribuir para o FCVS, e o valor da prestação inicial calculado de acordo com a Tabela Price passou a ser multiplicado por um coeficiente denominado coeficiente de equiparação salarial (CES), com valores fixados periodicamente pelo BNH. A idéia básica do CES era levar em conta a possível discrepância entre os diferentes índices que corrigiam o saldo devedor e a prestação, pois o Plano PES é inconsistente do ponto de vista financeiro. O FCVS continuou a ser responsável pelo pagamento do saldo devedor no final do contrato e, se a dívida fosse amortizada antes do prazo, as prestações no restante do contrato reverteriam para o FCVS.

Em abril de 1973, o BNH criou o Sistema de Amortizações Constantes (SAC) em substituição à Tabela Price. Nesse sistema as prestações reais são constantes, enquanto no SAC as prestações reais são declinantes, pois ao longo do tempo a parcela correspondente aos juros vai declinando. Por este novo sistema, aplicava-se na prestação inicial o coeficiente de equiparação salarial, pois o novo plano também era inconsistente do ponto de vista financeiro.

Ao longo do tempo houve várias mudanças nos planos de amortização, mas a grande maioria dos financiamentos imobiliários desde meados da década dos 70 foi feita através de uma combinação do sistema SAC com o Plano de Equivalência Salarial, com a adoção de índices diferentes para a correção monetária dos saldos devedores e das prestações.

Uma característica importante do crédito imobiliário brasileiro é o sistema de subsídios cruzados no financiamento, que diferencia a taxa de juros do empréstimo de acordo com o valor do financiamento concedido ao mutuário. Esse procedimento sempre existiu desde a criação do SFH. A tabela 3 mostra as taxas de juros praticadas em junho de 1991, que variam desde 0% para o valor mínimo de 100 UPF até 10,5% ao ano para o valor máximo de financiamento de 4.800 UPF. Nesse esquema, os mutuários de maior poder aquisitivo subsidiam os de menor renda. Todavia, é fácil imaginar circunstâncias em que isso não ocorre. Ademais, o subsídio deveria ser baseado no valor do imóvel e não do financiamento.

**Tabela 3**  
**Subsídio cruzado no Sistema Financeiro de Habitação**

Valor do financiamento (UPF)*	Taxa de juros anual (%)
100	0,0
200	0,0
300	0,2
400	0,9
500	1,7
600	2,4
700	3,1
800	3,9
900	4,3
1000	4,8
1100	5,2
1200	5,6
1300	6,1
1400	6,5
1500	6,9
1600	7,4
1700	7,6
1800	7,7
1900	7,9
2000	8,1
2100	8,2
2200	8,4
2300	8,5
2400	8,6
2500	8,7
2600	8,8
2700	8,9
2800	8,9
2900	9,0
3000	9,1
3100	9,2
3200	9,3
3300	9,4
3400	9,5
3560	9,6
3600	10,1
3700	10,2
3800	10,3
3900	10,4
4200	10,5
4500	10,5
4800	10,5

Fonte: CEF.

Nota: UPF é a Unidade Padrão de Financiamento, reajustada mensalmente, e cujo valor em junho de 1991 correspondia a Cr\$ 15.368,43. (US\$ 6,97, taxa média de câmbio de abril.)

Em 1983, o governo reduziu os valores das prestações de todos os mutuários que estivessem com os seus pagamentos em dia, concedendo subsídios aos financiamentos imobiliários em vigência, motivado pela redução dos salários reais que ocorreu em virtude da recessão da economia brasileira nos anos de 1981, 1982 e 1983. A situação se deteriorou na segunda metade dos anos 80, com os sucessivos planos heterodoxos que alteraram as prestações dos mutuários. No Plano Cruzado, as prestações foram convertidas de cruzeiros para cruzados pelo valor real médio das prestações dos últimos 12 meses, enquanto os saldos devedores dos mutuários foram corrigidos pelo índice da inflação. No Plano Verão, de janeiro de 1989, novamente as prestações e os saldos devedores tiveram tratamento diferenciado: as prestações foram congeladas por quatro meses e os saldos devedores corrigidos pela inflação. No Plano Collor I, repetiu-se a tradição heterodoxa de ampliar o desequilíbrio do FCVS, pois as prestações deixaram de incluir a correção monetária do mês de março, que foi incorporada no cálculo do saldo devedor dos empréstimos imobiliários. O Fundo de Compensação de Variações Salariais é hoje responsável por uma dívida junto às empresas de crédito imobiliário estimada em mais de US\$20 bilhões, mas para a qual o próprio governo não dispõe de estimativa precisa.

A razão básica para a adoção de planos de correção monetária para amortização de dívidas financeiramente inconsistentes pode ser creditada à diferença de critérios para a correção monetária dos salários e das cadernetas de poupança. A correção monetária das cadernetas de poupança em geral se dava em intervalos mais curtos do que a correção monetária dos salários, e os assalariados devedores do SFH não estavam dispostos a assumir o risco de a prestação não ser vinculada ao salário. Some-se a esse fato objetivo uma boa dose de populismo, com os subsídios que foram concedidos ao longo da década dos 80 para os mutuários do SFH, e tem-se a explicação para o fracasso da experiência brasileira de indexação no sistema de crédito imobiliário.

#### **4. A indexação da dívida pública**

Até 1964, o déficit público era financiado através da emissão de moeda (ou através de empréstimos internacionais), pois a inflação não tinha permitido o desenvolvimento do mercado de títulos públicos. O programa de estabilização do primeiro governo do regime autoritário, que se instalou no Brasil em 1964, criou as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN), um título de longo prazo, de vencimento entre três e 20 anos, pagando inicialmente juros de 6% ao ano, com cláusula de correção monetária que corrigia o valor nominal a cada trimestre. Posteriormente foi autorizada a emissão de ORTN com prazo de vencimento inferior a três anos. O objetivo da criação da ORTN era oferecer uma alternativa não-inflacionária para a cobertura dos déficits do governo.



Para induzir o público a comprar ORTN, criaram-se incentivos fiscais no imposto de renda das pessoas físicas e das pessoas jurídicas, permitiu-se que os bancos comerciais utilizassem parte do depósito compulsório na compra desses títulos indexados, obrigou-se algumas instituições financeiras a adquiri-los compulsoriamente e concedeu-se poder liberatório às ORTN para o pagamento de qualquer imposto federal, depois da sua data de vencimento.

No primeiro ano de sua criação, mais de dois terços da colocação bruta de ORTN foram compulsórios ou então adquiridos como alternativa ao pagamento de tributo do governo federal (ver tabela 4). Em 1965, essa situação se inverteu e, a partir de 1967, mais de 95% das colocações brutas de ORTN eram voluntárias. Esses números escondem o fato de que nas compras voluntárias estão incluídas as aquisições dos bancos comerciais para satisfazer o recolhimento compulsório sobre os depósitos à vista que eles eram obrigados a manter junto ao Banco Central. A partir de 1965, os bancos comerciais foram autorizados a usar uma percentagem máxima de 15% de títulos públicos na composição do compulsório. Essa percentagem foi alterada para 20% em 1966, 40% em 1968 e 55% em 1970. Por exemplo, em dezembro de 1972, 33% das ORTN emitidas estavam à ordem do Banco Central do Brasil, na qualidade de depósito compulsório de instituições financeiras. Em 1983, o Banco Central (Resolução nº 864, de 16-11-1983) não mais permitiu que os recolhimentos compulsórios sobre depósitos à vista fossem feitos com títulos públicos, pois não faz sentido o Banco Central remunerar depósitos compulsórios.

**Tabela 4**  
**Colocação bruta de ORTN**  
**(%)**

Anos	Voluntárias	Alternativas de tributos	Compulsórias
1964	26,8	17,1	56,1
1965	62,7	16,3	21,0
1966	83,5	8,5	8,0
1967	96,5	3,1	0,4
1968	97,7	1,2	1,1
1969	95,9	0,8	3,3
1970	97,3	0,3	2,4
1971	97,5	0,2	2,3
1972	97,4	0,1	2,5
1973	96,0	0,1	3,9
1974	97,3	0,1	2,6

Fonte: Banco Central.

Em 1967, a administração da dívida pública passou da Caixa de Amortização do Ministério da Fazenda, que foi extinta, para a Gerência da Dívida Pública (Gedip), um departamento do Banco Central do Brasil. A Constituição de 1969, outorgada pela junta militar que naquela época governava o país, autorizou, através do Art. 69, que se excluíssem do orçamento anual as operações de resgate e de colocação dos títulos do Tesouro Nacional. A Lei Complementar nº 12, de 08-11-1971, regulou esse dispositivo constitucional e deu poderes ao Banco Central do Brasil para administrar a dívida mobiliária da União. Esse arranjo institucional permitiu, ao longo do anos subseqüentes, a transformação do Banco Central do Brasil, que tinha sido criado em 1964, num banco da dívida pública, com o progressivo desvirtuamento das suas atribuições, pois passou a exercer também a função de dar liquidez aos títulos públicos. Somente em 1988 os encargos reais (excluída, portanto, a correção monetária) dos títulos da dívida pública, inclusive na carteira do Banco Central do Brasil, passaram a fazer parte do orçamento geral da União.

Em 1969 foram introduzidas no país as operações de mercado aberto pelo Banco Central do Brasil, utilizando-se nessas operações ORTN de um ano de vencimento, com prazo decorrido, isto é, com prazos de vencimento de 15, 30 ou 40 dias. Esses títulos não se mostraram adequados à política de mercado aberto.

Em 1970 foram então criadas as Letras do Tesouro Nacional (LTN) para servirem de instrumento na política de mercado aberto. As LTN tinham prazo mínimo de 35 dias, eram colocadas no mercado com desconto e resgatadas pelo seu valor nominal. Posteriormente, foram criadas LTN de 91, 182 e 365 dias de vencimento.

**Tabela 5**  
**Evolução das ORTN e LTN como proporção do PIB: 1971-85**

Ano	ORTN			LTN		
	Público	Banco Central	Total	Público	Banco Central	Total
1971	4,41	0,02	4,43	0,79	0,70	1,49
1972	4,61	0,02	4,63	2,33	0,63	2,96
1973	4,30	0,03	4,33	2,61	0,99	3,60
1974	4,65	0,01	4,66	2,03	0,06	2,09
1975	5,78	0,17	5,95	2,19	1,51	3,70
1976	4,98	0,21	5,19	3,98	0,29	4,27
1977	3,93	0,87	4,80	4,27	0,60	4,87
1978	4,03	0,30	4,33	4,30	0,87	5,17
1979	3,70	0,28	3,98	2,60	1,68	4,28
1980	3,41	1,07	4,48	1,31	0,66	1,97

1981	5,35	2,40	7,75	3,12	1,18	4,30
1982	8,18	4,41	12,59	1,40	1,48	2,88
1983	7,61	9,62	17,23	0,31	3,61	3,92
1984	13,14	8,77	21,91	0,57	0,85	1,42
1985	18,30	6,71	25,01	0,65	3,87	4,52

Fontes: Banco Central do Brasil e *Conjuntura Econômica*.

A tabela 5 mostra a evolução, no período 1971-85, do estoque da dívida pública interna em ORTN e LTN como proporção do produto interno bruto. Na década dos 70, o volume de ORTN em poder do público manteve-se razoavelmente constante, enquanto o volume de LTN nas mãos do público teve um comportamento irregular. Na primeira metade da década dos 80 ocorreu um crescimento acentuado da dívida pública interna, com aumento também substancial da carteira de títulos públicos do Banco Central do Brasil. Esse fato decorreu não só do fechamento dos mercados financeiros internacionais para os países da América Latina, pois o governo brasileiro financiava parte do déficit através de empréstimos internacionais, mas também da ausência de um ajuste fiscal permanente que resolvesse a crise das finanças públicas brasileiras.

## 5. A moeda indexada

A aceleração da inflação brasileira na década dos 80 fez com que as três funções básicas da moeda – unidade de conta, meio de pagamento e reserva de valor – deixassem de ser exercidas por um único instrumento. A ORTN e seus sucedâneos tomaram o lugar da moeda como unidade de conta, para uma boa parte dos bens e serviços transacionados na economia; o cruzeiro, o cruzado e o cruzado novo desempenharam a função de meios de pagamentos; e o papel de reserva de valor passou a ser exercido por alguns ativos financeiros que podem ser denominados moeda indexada, pois os seus rendimentos seguiram de perto a taxa de inflação. Essas transformações não aconteceram repentinamente, mas sim de modo gradual, com a economia se adaptando a um ambiente de taxas de inflação acima de 100% ao ano.

O prazo médio de vencimento da dívida pública federal, que se tinha mantido em patamares razoáveis até 1984, como indica a tabela 6, declinou substancialmente nos anos subseqüentes. Enquanto em dezembro de 1984 o prazo médio era de 19 meses e um dia, o prazo em dezembro de 1986 foi igual a oito meses e 12 dias, e em dezembro de 1988 já estava em quatro meses e 23 dias.

**Tabela 6**  
**Prazo médio de vencimento da dívida pública**  
**{em meses(m) e dias (d)}**

Ano	1975	1979	1980	1982	1984	1986	1988
Prazo Médio	24m22d	13m27d	24m22d	29m20d	19m1d	8m12d	4m23d

Fonte: Andima.

Na segunda metade da década dos 80 ocorreu uma mudança estrutural na composição da dívida pública, entre títulos de curto prazo (com prazo de vencimento inferior a um ano) e títulos de longo prazo. A tabela 7 mostra que 84,67% da dívida pública em 1985 estavam sob a forma de ORTN, enquanto 15,35% eram de LTN. Em 1989, essa situação se inverteu completamente, pois apenas 1,25% da dívida era de BTN e 98,75% em títulos de curto prazo. Todavia, esses números não revelam o fato de que boa parte da dívida pública era negociada diariamente através de cartas de recompra com as instituições financeiras, tornando-se na verdade depósito à vista remunerado.

As cartas de recompra existem em todos os países que conduzem política monetária através de operações de mercado aberto. O Banco Central do Brasil regulou esse tipo de operação (Resolução nº 366, de 9-4-1976) e permitiu que instituições financeiras fizessem acordo de recompra com títulos públicos, estabelecendo também que cada instituição podia alavancar até 30 vezes o seu capital no carregamento de uma carteira de títulos públicos. As instituições utilizaram esse mecanismo para comprar títulos públicos e se financiar diariamente no mercado. Esse tipo de arranjo criava dificuldades para a condução da política monetária porque uma subida na taxa de juros acarretava perdas para as instituições financeiras alavancadas, que podiam até consumir o próprio capital da instituição, deixando-a insolvente.

**Tabela 7**  
**Composição da dívida pública**

Ano	Títulos	
	ORTN/OTN/BTN	LTN/LBC/LFT
1985	84,68	15,32
1986	51,38	48,62
1987	40,06	59,94
1988	48,88	51,12
1989	1,25	98,75

Fonte: Banco Central do Brasil.

Em maio de 1986, o Banco Central do Brasil criou um título de curto prazo indexado, a Letra do Banco Central do Brasil (LBC), com prazo máximo de vencimento de um ano e rendimento definido pela taxa média ajustada dos financiamentos apurados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic), que registra todas as operações de compra e venda de títulos federais. Os rendimentos eram calculados sobre o valor nominal e pagos no resgate do título.<sup>6</sup> As oscilações dos preços das LBC eram bastante reduzidas, o que minimizava as perdas das instituições que estivessem alavancadas nesses títulos. A partir de dezembro de 1986, o rendimento acumulado da LBC passou a ser usado como indexador para as OTN, para os empréstimos imobiliários do SFH, para as contas do FGTS e para reajustar valores nominais de diversos ativos financeiros e contratos.<sup>7</sup>

Milton Friedman propôs em 1960 um sistema monetário com depósito compulsório de 100% e reservas remuneradas. O sistema brasileiro nos últimos anos da década dos 80 e início da dos 90 se assemelha ao sistema proposto por Friedman porque sobre os depósitos à vista remunerados incide um compulsório de 100%, sob a forma de títulos públicos que rendem juros. Existem duas diferenças básicas entre o sistema brasileiro e o sistema proposto por Friedman. Em primeiro lugar, os depósitos à vista remunerados no Brasil não têm poder liberatório, que continua sendo um atributo do cruzeiro, existindo portanto um pequeno custo de transação (um simples telefonema ao banco) para converter um ativo no outro. A segunda diferença é que a taxa de juros que remunera a moeda no Brasil é fixada diariamente pelo Banco Central, que tem procurado, em geral, acompanhar a taxa de inflação.

Um aspecto importante da moeda indexada à brasileira é o impacto fiscal praticamente instantâneo de uma política monetária que eleva a taxa de juros, pois os títulos colocados no mercado e que servem de lastro à moeda têm um prazo de vencimento inferior a três meses. Admitindo-se, por simplicidade, a inexistência de moeda não-indexada, o déficit primário do governo ( $G-T$ ) – mais a remuneração da moeda ( $r_m M$ , o serviço da dívida pública) –, tem que ser financiado por acréscimo ao estoque de moeda ( $M = dM/dt$ ). Isto é:

$$G - T + r_m M = \dot{M}$$

<sup>6</sup> A Resolução nº 1.142, de 26-6-1986, do Conselho Monetário Nacional, criou as letras do Tesouro Nacional a taxas de juros flutuantes (LTNF), um papel de prazo mínimo de 378 dias e reajuste de juros a cada 63 dias, com base na taxa de colocação das LTN do mesmo prazo. Todavia, esse título não teve aceitação no mercado.

<sup>7</sup> Com o Plano Verão, a política da dívida pública passou a ser feita exclusivamente através da emissão de Letras Financeiras do Tesouro (LFT) com as mesmas características das LBC. Trocaram-se as OTN existentes no mercado por LFT através de leilões especiais, com os detentores de OTN auferindo uma perda aproximada de 10%. Com a introdução das LFT, os saldos remanescentes de LTN e LBC foram totalmente resgatados ao longo de 1988.

Logo, como um aumento da taxa de juros  $r_m$  afeta todo o estoque de moeda num curto intervalo de tempo, a política monetária contracionista produz uma política fiscal expansionista.

Numa economia com desequilíbrio fiscal estrutural, a política monetária restritiva contribui para agravar o déficit público e seu fôlego é curto. Dividindo-se ambos os lados da equação anterior pelo produto nominal ( $Y = Py$ ), denominando-se o déficit primário como proporção do produto pela letra  $f = [(G - T) / Py]$ , e chamando-se de  $m$  a proporção do estoque de moeda em relação ao produto ( $m = M/Py$ ), chega-se depois de algum algebrismo à seguinte equação diferencial:<sup>8</sup>

$$\dot{m} = f + (r_m - \pi - n) m$$

onde  $n$  é a taxa de crescimento do produto real e  $\pi$  é a taxa de inflação. Se a moeda for indexada ( $r_m = \pi$ ) esta equação é estável, desde que a economia cresça ( $n > 0$ ). Caso contrário, o estoque de moeda não pára de crescer.

Depois do fiasco do seqüestro dos ativos financeiros no Plano Collor I, o Plano Collor II, de fevereiro de 1991, extinguiu o *overnight* (e os fundos de curto prazo), proibiu as cartas de recompra e criou no seu lugar o Fundo de Aplicações Financeiras (FAF), que é na verdade outro nome para os depósitos à vista remunerados. O FAF é obrigado a aplicar 58% de seus recursos em títulos do Tesouro Nacional ou em depósitos junto ao Banco Central que rendem à taxa de juros referencial diária (TRD), que sucedeu aos BTN como indexador de ativos financeiros da economia. Com a criação do FAF, transferiu-se o risco das variações dos preços dos títulos do intermediário financeiro para o comprador das quotas do fundo. Porém, como antes, o Banco Central (ou o Tesouro) continua remunerando os depósitos compulsórios sobre os depósitos à vista remunerados.

A experiência brasileira com moeda indexada tem mostrado que a economia pode conviver longamente com um processo hiperinflacionário sem chegar ao estágio final das hiperinflações, quando ocorre a desorganização do processo produtivo e a economia entra em colapso. Todavia, um programa de estabilização para obter sucesso no combate à inflação terá forçosamente que acabar com a moeda indexada e criar um padrão monetário estável.

<sup>8</sup> Derivando-se  $m = M/Py$  com relação ao tempo resulta:  $\dot{m} = -m(\pi + n) + M/Py$ . Por outro lado, da restrição orçamentária segue-se que  $f + r_m m = M/Py$ . Substituindo-se esta expressão na anterior, obtém a equação de  $m$ .

## 6. Conclusões

Os economistas que propõem um sistema de indexação argumentam que ele permite uma convivência pacífica com a inflação, eliminando as distorções e os efeitos colaterais provocados pelo processo inflacionário. Argumentam, também, que a indexação reduziria os custos sociais do combate à inflação, pois os contratos seriam realizados em termos reais e não haveria necessidade, portanto, de se prever a evolução futura da taxa de inflação.

A experiência brasileira com a indexação de ativos e passivos financeiros, analisada neste trabalho, mostra, todavia, que embora no início ela tenha permitido uma convivência tranqüila com a inflação, o sistema foi se deteriorando ao longo do tempo.<sup>9</sup> O governo passou a usar os índices e as regras de indexação de maneira discricionária, como um instrumento adicional de política econômica de curto prazo.

Para funcionar de modo adequado, um sistema de indexação pressupõe regras estáveis e mecanismos nos quais a sociedade confie, da mesma forma que um padrão monetário estável requer um regime monetário-fiscal sólido. A hipótese de que a indexação seria um substituto para um padrão monetário estável foi testada e rejeitada na economia brasileira. A sociedade brasileira não só foi incapaz de construir um regime monetário-fiscal sólido para lastrear sua moeda, mas também foi incompetente para estabelecer um sistema saudável de indexação. Em ambos os casos é preciso que a sociedade esteja disposta a obedecer regras que não mudem com os eventos de cada dia.

A análise desenvolvida neste trabalho nos leva então a recomendar as seguintes regras para um sistema de indexação de ativos financeiros:

1. A fórmula da correção monetária deve ser parte integrante do contrato e só poderá ser mudada com a aquiescência das duas partes envolvidas. Por exemplo, se um título público for emitido com cláusula de correção monetária, a fórmula de correção não poderá ser alterada unilateralmente pelo Tesouro Nacional.

2. O governo deve ser proibido de colocar de maneira compulsória títulos públicos, sob qualquer pretexto. Não se deve entender esta recomendação como uma proibição de o governo lançar mão de empréstimos compulsórios, nas eventualidades definidas em lei.

3. O sistema de crédito imobiliário deve ser proibido de usar planos de correção monetária para amortização da dívida que sejam inconsistentes do ponto de vista financeiro.

<sup>9</sup> Possivelmente baseado na experiência dos primeiros 10 anos, Milton Friedman afirmou em 1974 que "...the evidence from Brazil and from other countries is very striking. It is that you can greatly reduce distortion by a widespread use of indexing" (Friedman, 1991. P. 121). O veredicto depois de mais de 25 anos de experiência com indexação no Brasil não suporta essa afirmação de Friedman.

4. O sistema de crédito imobiliário deve ser proibido de usar mecanismos de subsídios cruzados.

5. As empresas financeiras devem ser obrigadas a usar a mesma fórmula de correção monetária nas suas operações ativas e passivas que tenham cláusula de indexação.

6. A regulamentação do sistema financeiro não deve fixar previamente a taxa de juros real nos contratos com cláusula de correção monetária, mas sim deixar que o mercado livremente a estabeleça.

7. O Banco Central deve ser proibido de remunerar as reservas compulsórias dos depósitos bancários.

## Abstract

The object of this paper is to analyse the Brazilian experience of indexing financial assets and to show the failure of this experiment. Indexation was unable to create a non-inflationary instrument to finance the public deficit and to build a solid financial system for housing. A succinct description is given of the main indexation mechanisms adopted in Brazil's economy since 1964. The indexation experience in the Financing System for Housing is analysed and it is also shown the indexed public debt was transformed into indexed money.

## Referências bibliográficas

Albuquerque, M.C.C. Habitação popular: avaliação e propostas de reformulação do Sistema Financeiro de Habitação. *Estudos Econômicos*, 16: 77-121, 1986.

Banco Central do Brasil. *Gerência da dívida pública: Relatório de 1972*.

Barbosa, F.H. *Ensaio sobre inflação e indexação*. Rio de Janeiro, Fundação Getúlio Vargas, 1987.

\_\_\_\_ & Simonsen, M.H, orgs. *Plano Cruzado: inércia x inépcia*. Rio de Janeiro, Globo, 1989.

Faro, C. Sistema Financeiro de Habitação: a questão do desequilíbrio do FCVS. *Revista de Economia Política*, 11: 81-91, 1991.

\_\_\_\_. *Vinte anos de BNH*. Rio de Janeiro, Fundação Getúlio Vargas, 1992.

Ferreira, E.F. *Public debt management and monetary policy in Brazil*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1974.

Friedman, M. *A program for monetary stability*. New York, Fordham University Press, 1960.



\_\_\_\_\_. Inflation, taxation, indexation. In: Friedman, M. *Monetarist Economics*. Oxford, U.K., Basil Blackwell, 1991.

Marcondes, L.F. SBPE: *O sistema brasileiro de poupança e empréstimo*, 2ª ed. Rio de Janeiro, CBPE – Centro de Produtividade e Expansão do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo, 1978.

Martins, M.A.C.; Faro, C. & Brandão, A.S.P. *Juros, preços e dívida pública: a teoria e o caso brasileiro*. Rio de Janeiro, Fundação Getulio Vargas, 1991.

Sanches, O.P. *Análise sobre a utilização do depósito compulsório*. Rio de Janeiro, Escola de Pós-Graduação em Economia, Fundação Getulio Vargas, 1989. (Tese de mestrado.)

Silva, M.C. *A dívida do setor público brasileiro: seu papel no financiamento dos investimentos públicos*. Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 1976.

Souza, A.H. *O crédito imobiliário na Caixa Econômica Federal*. Rio de Janeiro, Escola de Pós-Graduação em Economia, Fundação Getulio Vargas, 1992. (Tese de mestrado.)