

MARIO HENRIQUE SIMONSEN

# 30 ANOS DE INDEXAÇÃO



FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS  
EDITORA

## Introdução

---

Nenhum país desenvolveu um sistema de indexação tão sofisticado quanto o adotado pelo Brasil até recentemente. Isso em parte se explica pelo fato de o Brasil se ter tornado um dos campeões mundiais da alta crônica de preços: desde 1950 o país não experimenta um único ano com taxa de inflação inferior a dois dígitos. Mas também se deve, em grande parte, ao fato de o governo ter incorporado explicitamente a correção monetária à política econômica. Sob esse aspecto, a experiência brasileira é singular, contrastando com a de muitos países com tradição inflacionária semelhante, a começar pela Argentina.

Uma legislação neutra não proíbe, mas também não patrocina, a indexação. A escala móvel, no caso, pode surgir nos contratos, como resposta do mercado às incertezas quanto às variações do poder aquisitivo da moeda. O problema é encontrar uma unidade de conta aceitável pelas partes contrariantes em substituição à moeda legal. O indexador ideal para uma das partes freqüentemente não convém à outra. Essa dificuldade em encontrar um denominador comum retarda o surgimento de contratos com cláusulas de reajustes automáticos. Por certo, em processos inflacionários agudos, a indexação acaba se tornando inevitável. Contudo, o indexador que mais naturalmente se insinua é o preço de uma moeda estrangeira de ampla aceitação, como é o caso atualmente do dólar. A razão para isso é que uma tal moeda, além de servir como unidade de conta, pode ser também usada como reserva de valor e até como meio de troca. De fato, a indexação que prosperou na hiperinflação alemã de 1923 e em experiências congêneres na Europa central foi a correção cambial. O mesmo ocorreu em vários países da América Latina, particularmente a Argentina, nas décadas de 70 e 80.

Até 1930, o Brasil não enfrentou nenhum processo inflacionário que provocasse o surgimento de contratos indexados: os preços mantiveram-se bastante estáveis durante o Império, e a inflação que brotou nos primeiros anos da República foi debelada a tempo pelo governo Campos Salles. Contudo, a indexação cambial se insinuou durante a Grande Depressão, não para com- pensar a inflação interna, virtualmente inexistente na época, mas para neutralizar a desvalorização externa do mil-réis, causada pela queda internacional dos preços dos produtos brasileiros de exportação. Especificamente, foram as concessionárias de serviços de utilidade pública, controladas por capitais estrangeiros, que resolveram reajustar as tarifas de modo a manter seus rendimentos em moedas fortes. A reação do governo Vargas foi promulgar o Decreto nº 23.501, de 27 de novembro de 1933, cujo artigo 1º determinou que: "*É nula qualquer estipulação de pagamento em ouro, ou em determinada espécie de moeda, ou por qualquer meio tendente a recusar ou restringir, nos seus efeitos, o curso forçado do mil-réis papel*". Em reforço, o artigo 2º estabeleceu que: "*A partir da publicação deste decreto, é vedada, sob pena de nulidade, nos contratos executáveis no Brasil, a estipulação de pagamento em moeda que não seja a corrente, pelo seu valor legal*".

A proibição da cláusula-ouro era uma manifestação nacionalista de defesa da soberania monetária, típica da década de 30. Proibições semelhantes haviam sido estabelecidas em vários países, como os EUA, a França e a Inglaterra. Do ponto de vista jurídico, a justificção era que, uma vez conferido o curso forçado ao papel-moeda, não podia a lei que o decretara ser derogada por convenções particulares. Do ponto de vista econômico, a proibição se inspirava no reconhecimento de que a indexação cambial agrava severamente as crises de balanço de pagamentos. O fato é que o Decreto nº 23.501 não proibiu apenas a cláusula-ouro ou a contratação em moedas estrangeiras; proibiu também qualquer forma de indexação.

Na década de 50, quando a inflação se firmou em patamar próximo dos 20% ao ano, essa proibição começou a gerar sérias distorções na tarifação dos serviços de utilidade pública, nos contratos de locação e nos mercados de crédito e de capitais. Neste último caso, à proibição de qualquer modalidade de indexação se somava a Lei da Usura, também promulgada em 1933, e que vedava juros nominais superiores a 12% ao ano. Embora vários artifícios se tenham desenvolvido para contornar a Lei da Usura, persistia um impasse em qualquer contratação a longo prazo: a imprevisibilidade quanto

às futuras taxas de inflação, a qual só poderia ser contornada por cláusulas de indexação. Com isso, e com a escalada do ritmo inflacionário, a economia brasileira desorganizou-se gravemente no início da década de 60.

A ampla inserção do instituto da correção monetária na legislação brasileira data da primeira fase do movimento militar de 1964, o governo Castelo Branco. (A expressão *correção monetária* provinha da Lei nº 3.470/58, do governo Kubitschek, a qual automatizara a reavaliação anual do ativo imobilizado das empresas de acordo com coeficientes publicados pelo Conselho Nacional de Economia.) O governo revolucionário decidiu-se a combater a inflação, mas optara pelo tratamento gradualista. E o objetivo não era apenas estabilizar a moeda, mas igualmente eliminar as várias distorções que, como resultado da inflação reprimida no passado, minavam o sistema de preços. Nesse quadro, era indispensável admitir alguma forma de indexação, não só para garantir o futuro, como para corrigir erros do passado.

A solução mais espontânea teria sido a revogação pura e simples do Decreto nº 23.501. Contudo, o governo preferiu manter a proibição da cláusula-ouro como regra básica, admitindo a indexação apenas como cláusula de exceção, a ser especificada em lei a cada caso. Duas parecem ter sido as razões para essa opção. Primeiro, o temor justificado de que a indexação cambial se alastrasse, criando sérios obstáculos aos ajustes necessários nas contas externas (o mesmo problema da década de 30). Segundo, a percepção de que a multiplicação desordenada das células de indexação ou impediria o funcionamento do sistema de preços, ou provocaria inflação desenfreada. Isto posto, o governo Castelo Branco tratou de regulamentar a correção monetária de impostos, tarifas e prestações contratuais, mas com o cuidado de evitar sua extensão a três áreas consideradas explosivas: salários, taxas de câmbio e saldos de depósitos à vista. Em particular, a primeira e famosa lei salarial do regime militar, a Lei nº 4.725 de 1965, destinava-se a impedir que os salários fossem indexados pela Justiça do Trabalho.

Parceiro correto afirmar, em retrospecto, que o governo Castelo Branco foi tão sofisticado em análise econômica quanto ingênuo em ciência política. O conceito de indexação, como cláusula de exceção, era inquestionável, do ponto de vista técnico. Mas era politicamente insustentável, mesmo num regime militar nos moldes brasileiros, na medida em que a correção monetária era regulamentada pelo governo. Por que não garantir aos assalariados a

mesma correção assegurada aos proprietários de imóveis alugados? A típica resposta de um tecnocrata era que o proprietário do imóvel só dispunha dessa garantia, porque não tinha o direito de despejar o inquilino, enquanto o trabalhador insatisfeito estava livre para pedir demissão. O argumento não pecava por erro de lógica, mas por falta de simetria. Protegia-se o proprietário do imóvel com a correção monetária porque não se permitia que ele retomasse o que lhe era seu. E não era possível estender a mesma norma aos contratos salariais, a menos que se privassem os trabalhadores da liberdade de demissão, o que representaria a volta à escravidão. Essa assimetria era incompreensível para a maioria dos mortais em geral, e para os congressistas em particular. E resultava de um pecado original em ciência política: a tentativa de legislar democraticamente sobre aquilo que só se deve aceitar como exceção.

De fato, a indexação começou a generalizar-se no governo Costa e Silva, que entre outras bandeiras defendia a humanização da política econômica. A política salarial do governo Castelo Branco começou a ser violentamente criticada por se basear numa fórmula que comprimia o poder aquisitivo dos trabalhadores sempre que se subestimasse a taxa de inflação no período de 12 meses seguintes ao dissídio ou acordo coletivo. Essa subestimativa havia ocorrido em 1965 e se aprofundara em 1966. O resultado foi a revisão da lei salarial em 1968, de modo a corrigir pelo menos em parte o efeito dessas subestimativas. Isso praticamente equivaler a indexar os salários pelo aumento do custo de vida dos últimos 12 meses (que era, na época, o período de revisão dos salários nominais). Ou seja, desde então os salários nominais passaram a ser indexados pela inflação passada, exatamente o que o governo Castelo Branco tentara evitar. Na mesma linha, o regime de taxas fixas de câmbio, oficializado pelo acordo de Bretton Woods, perdera a credibilidade com uma inflação que, embora cadente, ainda persistia na faixa de 24% ao ano. Isto posto, em agosto de 1968, o governo brasileiro optou pela fórmula das minidesvalorizações cambiais, guiadas pelos diferenciais entre as taxas de inflação internas e externas. O novo regime mostrou grandes virtudes mas, indiscutivelmente, significava a indexação da taxa de câmbio.

Com a indexação da taxa de câmbio, dos salários, dos alugueis, das prestações imobiliárias e das tarifas de serviços de utilidade pública, a economia brasileira entrava na rota da heterodoxia. Por certo, graças ao amplo uso das

cláusulas de correção monetária, foi possível compatibilizar o crescimento econômico acelerado (à taxa média de 11% anuais, entre 1968 e 1973) com uma inflação em torno de 20% ao ano. Mas a indexação formal era um realimentador da inflação, transmitindo a alta de preços de cada período ao período subsequente. A experiência internacional, aliás, sublinhava esse aspecto: *a indexação institucionaliza a espiral preços-salários*. Apesar disso, até 1973 o modelo econômico brasileiro funcionou às mil maravilhas, graças à disciplina econômica interna e aos ventos internacionais favoráveis. A inflação caiu lentamente, mas em passo firme, descendo de 24% ao ano em 1967 para 17% ao ano em 1972. E o crescimento do produto real, a taxas sem precedentes, colocava o país entre as economias mais dinâmicas do mundo ocidental. Entusiasmado com o milagre brasileiro, Milton Friedman chegou a propor uma tese ousada: a indexação salarial, ao contrário do que se pensava, facilitaria o combate à inflação. A tese continha um erro de especificação, mas conquistou inúmeros adeptos por causa do prestígio de seu autor.

Em 1974, primeiro ano do governo Geisel, a taxa anual de inflação subiu para 35%, pela conjugação de três fatores: a) o superaquecimento da demanda, no início do ano, resultante da expansão monetária de 47% em 1973; b) a liberação dos controles de preços, que haviam contido artificialmente o aumento geral dos preços, em 15% também em 1973; c) a quadruplicação dos preços do petróleo pela Opep, decretada em outubro de 1973, mas só transmitida aos preços internos em abril de 1974. Daí até 1978 a inflação oscilou em torno da média de 37% ao ano, apesar da contenção da demanda pelo aperto monetário e pela elevação dos juros reais. A inércia inflacionária provocada pela indexação foi reconhecida oficialmente pelo governo, mas as propostas do ministro da Fazenda para frear a correção monetária por meio de redutores e expurgos foram limitadas pela oposição tanto de empresários quanto de sindicalistas.

A situação piorou muito no governo Figueiredo. O discurso inicial de austeridade foi posto de lado em agosto de 1979, com a substituição do impopularíssimo ministro do Planejamento, que queria reduzir a taxa de crescimento do produto real para 3 ou 4% ao ano, a fim de ajustar o país ao segundo choque do petróleo e à escalada dos juros internacionais. Imediatamente, o governo se lançou na aventura de uma expansão monetária bitada por um tabelamento de juros, na tentativa de conter a inflação pela

expansão da oferta de bens e serviços (particularmente pela perspectiva de uma superinflação agrícola). E, num acesso de generosidade populista, encolheu o intervalo legal de correção dos salários de 12 para seis meses. Como seria de se prever, os trabalhadores pouco ou nada ganharam, pois o governo legisla sobre salários nominais, mas não determina salários reais. De fato, a inflação quase que imediatamente subiu de 45% ao ano para 45% ao semestre. Em 1980 o governo tentou um golpe de mágica, prefixando a correção monetária para os 12 meses em 50% e a correção cambial em 45%. (Como medida de precaução, o preço do dólar havia sido elevado de 30% em 7 de dezembro de 1979.) Isso nada contribuiu para a queda da inflação: de um lado, porque a demanda continuava superexcitada, de outro, porque os salários se reajustavam segundo a nova lei, por critérios estranhos à prefixação. Em janeiro de 1981, ante o perigo de exaustão das reservas cambiais, o governo voltou à ortodoxia monetária, liberando juros e comprimindo fortemente a liquidez real. O resultado foi a primeira recessão experimentada no Brasil desde a década de 30, com apreciável melhoria do saldo comercial com o exterior, mas com parcos dividendos antiinflacionários. A inflação encastelara-se no patamar de 100% ao ano, e daí não saiu até o fim de 1982, quando o Brasil foi engolfado pela crise da dívida externa, precipitada pela moratória mexicana de setembro.

Para enfrentar a crise, o Brasil precisava eliminar em pouco tempo um déficit externo em conta corrente de 6,5% do produto interno bruto. Isso exigia forte desvalorização real da taxa de câmbio, que implicava apreciável queda das rendas internas, particularmente dos salários reais. Mantidas as regras de correção monetária, essa desvalorização cambial, decretada em fevereiro de 1983 e sustentada pela indexação posterior, catapultaria a inflação para um novo patamar mais alto. E assim, a inflação brasileira pulou para a faixa de 200 a 250% ao ano entre 1983 e 1985. Em 1983, o governo tentou mudar a lei de indexação salarial, por sugestão do Fundo Monetário Internacional: pelo Decreto-lei nº 2.045, os salários nominais continuariam a ser reajustados a cada seis meses, mas apenas por 80% do aumento do custo de vida. Mas o decreto-lei foi derrubado pelo Congresso, que na época considerava intocável a indexação plena dos salários, pelo menos para os trabalhadores de baixa renda.

A experiência do governo Geisel e, sobretudo, a do governo Figueiredo deixava um recado explícito: numa economia formalmente superindexada,

combater a inflação pelo simples receituário monetário e fiscal é dar murro em ponta de faca. Nesse sentido, o Brasil foi desnecessariamente sacrificado pela miopia tanto dos nossos economistas ortodoxos quanto do FMI. As sucessivas cartas de intenção ao Fundo firmadas durante o biênio 1983/84, sempre renovadas e nunca cumpridas, documentam essa comédia de erros. Por certo, pode-se discutir se as políticas de rendas são necessárias ou não para o combate à inflação, e não falta quem julgue que o melhor é deixar que os mercados funcionem livremente sem interferência governamental. Só que não se pode falar de livre funcionamento dos mercados com indexação compulsória. O que não se compreendeu, na época, é que desindexar não significa necessariamente adotar uma política de rendas, mas apenas desmontar um sistema de reajustes automáticos que perpetua a inflação.

O Plano Cruzado, anunciado em 28 de fevereiro de 1986, foi a primeira tentativa de estabilização baseada na desindexação da economia. Infelizmente, o diagnóstico mudou da tese à antítese: para os chamados economistas heterodoxos, a inflação brasileira era puramente inercial, sem problema de demanda. Uma série de equívocos e de concessões políticas viciou o plano desde o seu nascedouro. Segundo a proposta técnica, os salários deveriam ter sido convertidos de cruzados em cruzados pela média real dos seis meses anteriores. Mas, por interferência do ministro do Trabalho, foi concedido um acréscimo de 8% em todos os salários, e de 15% no caso do salário mínimo. Os preços foram congelados nos níveis em que se encontravam à véspera do plano, tendo sido revogados pelo presidente da República vários reajustes então autorizados. Com isso, não só os salários reais avançaram além do ponto de equilíbrio, como o sistema de preços se desestruturou. Por outro lado, o governo deixou que a expansão monetária corresse à solta e que o déficit público se aprofundasse, já que, no diagnóstico oficial, a inflação pouco tinha a ver com o nível da demanda. Isto posto não surpreende que, após nove meses de um carnaval de consumo, o plano estourasse com a volta da inflação e uma crise de balanço de pagamentos que nos levou à moratória externa.

Os Planos Bresser (junho de 1987), Verão (janeiro de 1989), Collor I (março de 1990) e Collor II (janeiro de 1991) foram repetições mais ou menos exóticas do Plano Cruzado, todas igualmente fracassadas. O Plano Collor I destacou-se pelo brutal seqüestro de 75% dos ativos financeiros em poder do público, o que conteve a inflação por uns poucos meses, mas pre-

cipitou o Brasil na pior recessão de sua história, além de provocar uma crise de confiança sem precedentes. O desgaste provocado pela sucessão de choques, que alteravam a moeda, a ordem jurídica e econômica ao sabor dos economistas de plantão, levou a economia do país ao marasmo, até junho de 1994.

Nesse quadro, o Plano Real, completado em 1º de julho com a introdução da nova moeda, representou notável avanço em relação a todos os programas de estabilização experimentados no país após o governo Castelo Branco. Não houve choque, impacto, *tablitas*, nem congelamentos de preços. Antes de desindexar a economia, o governo tratou de assegurar o equilíbrio das suas contas. A desindexação foi cuidadosamente articulada, primeiro pela conversão dos contratos em URV, depois pela substituição da URV pelo real. O impacto político do plano foi imediato: seu autor foi eleito presidente da República. É cedo para fazer prognósticos, mas o Plano Real, ao contrário dos seus predecessores, começou na direção certa.

Há, no entanto, um portmomenor. O Plano Real não acabou de fato com a indexação na economia brasileira. Apenas espaçou os intervalos de reajuste de um dia para um ano, voltando ao *status quo* do período 1964-78. Há quem tema que, nesse espaçamento, fique hibernando o ovo da serpente e que, a qualquer choque inflacionário, a correção monetária renasça espontaneamente com todo o furor, como aconteceu após cada um dos cinco choques heterodoxos fracassados. A maneira radical de liquidar com o ovo da serpente seria proibir qualquer fórmula de indexação, numa reedição moderna do Decreto nº 23.501 de 1933.

Infelizmente, as coisas são bem mais complicadas. Em 1933, o mil-réis era prestigiado como moeda estável, pelo menos pela grande maioria dos agentes econômicos do país. Hoje, depois das altas anuais de preços de três a quatro dígitos do período 1980-94, e depois de sucessivas e desmoralizantes reformas monetárias, a inflação está na memória de qualquer brasileiro com 30 anos de idade ou mais. Procurar *apagar a memória inflacionária*, como pretendem alguns economistas, é tão esquizofrênico quanto pesquisar a quadratura do círculo, pois ainda não se inventou o vírus da amnésia coletiva. Isto posto, a proibição pura e simples de qualquer cláusula de indexação inviabilizaria os contratos de longo prazo, em particular os de locação e de financiamento hipotecário.

O remédio não é proibir, mas desregulamentar a indexação. O que provocou a inércia inflacionária não foi a permissão de regras de correção automática dos valores pela inflação passada, particularmente no caso dos salários, e sim a sua compulsoriedade. Ou seja, a indexação que transforma a ortodoxia antinflacionária numa luta inglória não é a que espontaneamente se desenvolve nos mercados, mas a determinada pelo governo.

## A Lei da Usura e a proibição da cláusula-ouro

### 1

---

#### A irrelevância da inflação e o liberalismo do Código Civil

A idéia de indexação é bastante antiga. Ela foi proposta em 1808 pelo financista inglês John Wheatley, tendo sido enfaticamente defendida no final do século passado pelo grande economista Alfred Marshall, como fórmula capaz de manter o equilíbrio econômico dos contratos ante flutuações do nível geral de preços. Apesar do interesse teórico, a proposta tardou a vingar pela dificuldade de encontrar indexadores suficientemente transparentes e confiáveis para serem aceitos pelas partes contratantes. Assim, até o final da II Guerra Mundial, o uso de índices de preços como unidade contratual de conta era extremamente restrito. A defesa dos credores contra os abusos do papel-moeda praticados por vários governos era a contratação com cláusula de pagamento em ouro, mercadorias, ou moedas estrangeiras consideradas confiáveis. Ressalta-se que só costumava ser invocada diante do risco de inflação. E à qual um governo pouco liberal poderia reagir decretando o curso forçado do papel-moeda, à semelhança do que fizera a França pelo decreto de 18 de setembro de 1790, o qual estipulava que "*todas as somas pagáveis em espécie poderão ser pagas em assinados, ou promessas de assinados, não obstante todas as cláusulas ou disposições em contrário*".

Até 1930 esse foi um tema muito pouco polêmico no Brasil, de um lado, pela irrelevância da taxa de inflação, de outro, pela prevalência dos princípios do liberalismo no direito e na economia.

Pouco se sabe sobre a evolução do nível interno de preços no período do Império. As poucas informações disponíveis sugerem que os preços tenderam a subir moderadamente durante todo o período, ao contrário do que

ocorreu nos EUA, onde ondas largas de inflação se alternaram com períodos prolongados de queda de preços. Contudo, a taxa média de inflação entre 1822 e 1889 parece não ter ido além de 1,5% ao ano, de acordo com as estimativas de Oliver Onody (apud Chacel, Simonsen & Wald, 1969), o que condiz com o conservadorismo do imperador D. Pedro II e com a influência dos credores ingleses na nossa administração econômica. Os déficits públicos cresceram perigosamente logo após a proclamação da República, tendo o saldo do papel-moeda em circulação se expandido 51,6% em 1890, e mais de 71,8% em 1891. O resultado foi uma onda inflacionária que levou ao enclenchamento, mas que acabou sendo detida pelo governo Campos Salles (1898-1902), durante o qual o estoque de papel-moeda em circulação se reduziu em 15% e o custo de vida se deflacionou em 7,5%. Daí se seguiu longa fase de prosperidade, com quase total estabilidade de preços e de taxas de câmbio até o início da I Guerra Mundial. Entre 1914 e 1929 o custo de vida subiu, em média, 8% ao ano, mas essa era uma taxa que não des-toyava das que se verificavam nas economias líderes, e que não se traduzia em desvalorização cambial. Ou seja, exceto pela experiência do enclenchamento no início da República, a inflação não era tida, no Brasil, como problema relevante. Conseqüentemente, poucos agentes econômicos se preocupavam em defender-se contra a instabilidade da moeda.

Nas leis e na política econômica, o Brasil nasceu, como país independente, sob o signo do liberalismo. José da Silva Lisboa, o visconde de Cairu, principal conselheiro econômico do Reino Unido, era defensor entusiástico das idéias de Adam Smith, difundindo em língua portuguesa os ensinamentos da *Investigação sobre a riqueza das nações*. Os *checks and balances* de Locke, as lições dos enciclopedistas franceses e a doutrina dos três poderes de Montesquieu faziam parte do breviário das elites intelectuais que governaram o Brasil desde os primórdios da independência. E a enorme influência política e econômica do Império britânico, a qual constituía uma extensão natural de sua relação privilegiada com Portugal nos tempos napoleônicos, naturalmente nos atraía para a órbita do pensamento liberal.

O Código Civil, que após longo debate entrou em vigor em 1º de janeiro de 1917, estabelecia no § 1º do artigo 947 "ser lícito às partes estipular que o pagamento se efetue em certa e determinada espécie de moeda, nacional ou estrangeira". Isso não apenas refletia o pensamento liberal, dominante à época, como ratificava a cláusula-ouro embutida em muitos contratos de

concessão de serviços públicos. Retratava, além disso, a despreocupação, típica da época, tanto com os problemas de inflação quanto com os de variação cambial.

Os mesmos princípios parecem ter orientado as disposições do código relativas à taxa de juros. Ao fixar a taxa legal em 6% ao ano (artigos 1.062 e 1.063), o código estabeleceu um padrão de referência a ser respeitado no caso de omissão dos contratos. Evidentemente, essa taxa pressupunha que o mil-réis continuasse estável, como em todo o período 1900-14, e em nenhum momento o código diferenciava taxa nominal de taxa real de juros, distinção que só se introduziria na literatura econômica com os escritos de Irving Fisher na década de 30. Mas, mesmo sem considerar o risco da inflação, a postura liberal no trato das questões monetárias se confirmava no artigo 1.262, o qual permitia a contratação de juros diferentes da taxa legal, desde que convenencionados por cláusula expressa.

### O intervencionismo varguista e a ficção legal da moeda estável

A crise de 1929 chegou ao Brasil via comércio internacional. Com a queda dos preços externos do café e de outros produtos de exportação, nossa receita cambial caiu 62% entre 1929 e 1933. Ao mesmo tempo, reduziu-se praticamente a zero o ingresso de capitais estrangeiros, de empréstimo e de risco. Como conseqüência, o mil-réis desvalorizou-se externamente em 47%, apesar de o custo de vida ter caído quase 15% no período. Apesar da queda de 67% nas importações e da manutenção de saldos comerciais positivos, o Brasil teve que renegociar sua dívida externa, primeiro na velha fórmula dos *fundings*, depois na versão mais imaginativa do chamado Plano Aranha, que conseguiu apreciável redução dos juros externos.

Esse quadro levou o governo Vargas a optar pelo nacionalismo e pelo substancial aumento da intervenção do Estado na economia, não por preconceito ideológico, mas como resposta pragmática aos desafios da conjuntura. A crise pegava o Brasil na contramão: o setor que mais se havia estimulado na segunda metade da década de 20 era a cafeicultura, através de uma política de valorizações que levou à superprodução no início da década de 30, exatamente quando a procura internacional desabava com a Grande Depressão. Era preciso, ao mesmo tempo, socorrer a cafeicultura, desestimular a superprodução da rubiácea e, na medida do possível, deter a queda dos preços externos. A conciliação viável foi feita com a compra de

excedentes e a queima de estoques, com impostos cobrados do próprio setor. Na mesma linha, a redução abrupta da capacidade para importar levou o governo a proteger a indústria nacional com extraordinários incentivos, para que produzisse no país aquilo que até então se comprava do exterior. Este foi o início da política de substituição de importações, a qual orientaria o desenvolvimento brasileiro até 1980. Intervencionismo e nacionalismo eram razões naturais numa época de colapso tanto da economia de mercado quanto dos sistemas de cooperação internacional. De fato, o governo Vargas simplesmente refletia as tendências internacionais da época, e que, ao mesmo tempo, levaram ao keynesianismo e à II Guerra Mundial.

Foi nesse cenário que se introduziu na legislação brasileira a ficção legal da moeda estável, baseada no curso forçado do papel-moeda nacional, por dois decretos do Governo Provisório datados de 1933: a Lei da Usura e a proibição da cláusula-ouro.

O Decreto nº 22.626, de 7 de abril de 1933, proibiu a estipulação, em quaisquer contratos, de taxas de juros superiores a 12% ao ano, ou seja, o dobro da taxa legal. Mais ainda, definiu como crime de usura toda simulação ou prática tendente a ocultar a verdadeira taxa de juros ou a fraudar o seu limite legal. Tratava-se de medida policialasca de limitado alcance econômico, já que as taxas de mercado da época eram claramente inferiores aos 12% anuais. A lei repetia o que se tornara moda em outros países, considerando ser de interesse superior do país "*não tenha o capital remuneração exagerada, impedindo o desenvolvimento das classes produtoras*". Mas passou a provocar grandes distorções na década de 50, quando a taxa de inflação ultrapassou o teto nominal dos juros.

Alcance ainda maior teve o Decreto nº 23.501, de 27 de novembro de 1933, a seguir transcrito, e que proibiu a cláusula-ouro:

Art. 1º. É nula qualquer estipulação de pagamento em ouro, ou em determinada espécie de moeda, ou por qualquer meio tendente a recusar ou restringir, nos seus efeitos, o curso forçado do mil-réis papel.

Art. 2º. A partir da publicação deste Decreto, é vedada, sob pena de nulidade, nos contratos executáveis no Brasil, a estipulação de pagamento em moeda que não seja a corrente, pelo seu valor legal.

Art. 3º. O presente Decreto entrará em vigor na data de sua publicação, devendo seu texto ser transmitido aos interventores para publicação imediata, revogadas as disposições em contrário, incluídas as de caráter constitucional.

O texto em questão era uma demonstração do nacionalismo monetário típico da década de 30, quando a Grande Depressão revelou a vulnerabilidade do *laissez-faire* e deixou à mostra a fragilidade dos mecanismos de cooperação internacional. Os extensos *consideranda* mostravam que semelhanças violações de direitos adquiridos e de contratos juridicamente perfeitos haviam ocorrido em muitos outros países, inclusive na Inglaterra, na França e nos EUA. Embora não fossem explicitamente mencionados, por serem virtualmente desconhecidos à época, ficavam também proibidos os contratos com pagamentos vinculados a índices de preços.

A proibição da cláusula-ouro foi a resposta do governo à tentativa das concessionárias de serviços de utilidade pública de aumentar as tarifas invocando as cláusulas de reajuste cambial admitidas pelo artigo 947 do Código Civil. Com a Grande Depressão, o mil-réis se desvalorizara externamente, não obstante a deflação interna, por causa do colapso dos preços do café e de outros produtos brasileiros de exportação. E, nesse quadro de crise do balanço de pagamentos, as concessionárias queriam aumentar as tarifas para manter em moeda forte seus lucros e dividendos. Assim, no início de 1933, diante da necessidade de rever o contrato existente entre o governo federal e a Société Anonyme du Gaz do Rio de Janeiro para o fornecimento de energia elétrica para a iluminação e gás, o ministro da Viação propôs a promulgação de uma lei que abolisse as remunerações vinculadas às taxas de câmbio. A sugestão foi revista e ampliada pelo Ministério da Fazenda, dando origem ao Decreto nº 23.501, destinado a defender o curso forçado da moeda nacional.

Para que o Brasil não se isolasse comercialmente do exterior, o decreto em questão teve que ser mitigado pela jurisprudência e pela legislação complementar. Assim, a Lei nº 28, de 15 de fevereiro de 1935, permitiu que as importações de mercadorias fossem contratadas em moeda estrangeira. Do mesmo modo, o Decreto-lei nº 6.650, de 29 de junho de 1944, excluiu das disposições do Decreto nº 23.501 as obrigações contraiadas no exterior em moeda estrangeira para serem executadas no Brasil.

Mais de 30 anos depois, o governo Castelo Branco tentou revogar a proibição da cláusula-ouro, pelo artigo 6º do Decreto-lei nº 238, de 28 de fevereiro de 1967. Mas poucos dias depois, diante da reação nacionalista, esclareceu que a derrogação se aplicava apenas aos empréstimos e obrigações cujo credor ou devedor fosse pessoa residente ou domiciliada no exterior (Decreto-lei nº 316, de 13 de março de 1967). As disposições sobre a matéria foram consolidadas pelo Decreto-lei nº 857, de 11 de setembro de 1969, ainda hoje em vigor. A cláusula-ouro continua proibida, apesar das inúmeras exceções abertas para as vinculações de pagamentos contratuais a índices de preços ou taxas de câmbio.

O Decreto nº 23.501 forçou a revisão de todos os contratos de concessão de serviços de utilidade pública. A regra básica de fixação de preços passou a ser a estabelecida no Código de Águas para as tarifas de energia elétrica: estas deviam cobrir os custos de produção e proporcionar uma rentabilidade de 10% ao ano sobre os capitais investidos. Estes eram afetados por seu valor histórico em moeda nacional. O chamado critério do *custo histórico* respeitou o equilíbrio econômico dos contratos de concessão, enquanto o poder aquisitivo do mil-réis se mantinha estável. Mas, com a escalada inflacionária da década de 50, reduziu à míngua a remuneração das concessionárias, afugentando os capitais privados dos serviços de utilidade pública.

#### A escalada inflacionária

Ultrapassada a fase crítica da Grande Depressão, o Brasil começou a experimentar aquilo que se transformaria no seu maior problema econômico na segunda metade do século XX: a inflação crônica. Após uma queda de 15% entre 1929 e 1933, o custo de vida voltou a subir a uma taxa média de 7% ao ano, até 1939. Daí até 1946, a taxa anual de inflação saltou para cerca de 15%, em parte pela escassez de suprimentos durante a II Guerra Mundial, em parte como consequência da expansão monetária provocada pelos superávits do balanço de pagamentos. Entre 1947 e 1949 freiou-se sensivelmente o ritmo de alta dos preços, tendo-se chegado muito perto da estabilidade, segundo alguns índices. Mas, a partir de 1950, os preços voltaram a subir rapidamente à taxa média de 17% ao ano entre 1950 e 1958, e daí se acelerando até a faixa dos 80% anuais entre 1963 e 1964.

A tabela 1, mostra as taxas de inflação de 1950 a 1993, medidas pelos deflatores implícitos do produto interno bruto. Nessa tabela, devem-se distinguir cinco etapas da inflação brasileira nos últimos 50 anos:

- o período da ficção legal da moeda estável, o qual se estende até a deposição do presidente João Goulart em 31 de março de 1964;
- o governo Castelo Branco (1964-67);
- a fase da indexação moderada (1968-79);
- a fase da indexação acelerada (1980-85);
- a era dos choques e do descontrolado (1986-93).

Tabela 1  
Taxas médias anuais de inflação (%)  
(medidas pelo deflator implícito do PIB)

Anos 50	Taxa	Anos 60	Taxa	Anos 70	Taxa	Anos 80	Taxa	Anos 90	Taxa
1950	9,18	1960	25,41	1970	16,38	1980	90,42	1990	2.579,33
1951	18,41	1961	34,69	1971	19,43	1981	100,90	1991	423,15
1952	9,26	1962	50,02	1972	19,88	1982	101,08	1992	992,11
1953	13,80	1963	78,47	1973	29,61	1983	131,03	1993	2.080,57
1954	27,13	1964	89,94	1974	34,60	1984	201,99		
1955	11,80	1965	58,20	1975	33,90	1985	248,98		
1956	22,61	1966	37,79	1976	41,11	1986	148,94		
1957	12,70	1967	26,52	1977	45,47	1987	206,07		
1958	12,40	1968	26,78	1978	38,18	1988	628,00		
1959	35,89	1969	20,10	1979	54,44	1989	1.303,97		

Fonte: *Conjuntura Econômica*, março de 1995.

As raízes da escalada inflacionária a partir de 1950 se encontram no intervencionismo varguista. É a velha história do Estado que, seguindo os conselhos de Meistófeles na segunda parte do *Fausto* de Goethe, emite papel-moeda para administrar o conflito distributivo, na tentativa de dividir o bolo em partes de soma superior ao todo. A manifestação mais ostensiva são os déficits orçamentários do governo, financiados pela expansão monetária.

Esses déficits se agravaram entre 1950 e 1964, chegando, no final do período, a 4% do produto nacional bruto. Mas muito maior impacto inflacionário teve a expansão de crédito pelos bancos oficiais, particularmente pelo Banco do Brasil, que era usado para financiar não só o governo, mas também o setor privado. No segundo governo Vargas (1951-54), a inflação foi impulsionada por três fatores: os aumentos do salário mínimo, a inevitabilidade da desvalorização cambial e a expansão dos empréstimos do Banco do Brasil. Os déficits orçamentários eram pouco relevantes, embora pudessem esconder-se na expansão de crédito que, de qualquer forma, criava moeda. O governo Kubitschek — com seu audacioso Plano de Metas, mais a construção de Brasília e mais o populismo comandado pelo vice-presidente João Goulart — consolidou a escalada da inflação em 1959, ao descartar o Programa de Estabilização Monetária de seu ministro da Fazenda Lucas Lopes e ao *romper relações diplomáticas com o Fundo Monetário Internacional*, numa bravata nacionalista que não passava de uma bela farsa. (O Brasil não se retirou do acordo de Bretton Woods, continuando a manter o seu diretor no FMI, na época o banqueiro e economista Maurício Bicalho. Simplesmente deixou de receber um empréstimo *stand-by* do FMI, ao não aceitar as suas condições.)

Em janeiro de 1961, quando Jânio Quadros assumiu a Presidência da República, a inflação não era apenas ascendente: era também fortemente reprimida, particularmente por causa dos subsídios à importação de trigo e petróleo. Uma das primeiras providências do novo governo foi eliminar de um só golpe esses subsídios, unificando a taxa de câmbio através das famosas Instruções nº 204 e nº 208 da Sumoc. Embora fiscalmente saudável, a medida provocou elevação instantânea do custo de vida, empurrando a inflação para o patamar dos 35% anuais. (Foi aí que Roberto de Oliveira Campos cunhou a expressão *inflação corveta*, para caracterizar o impacto dos aumentos de impostos indiretos ou cortes de subsídios.) A intenção do governo, após o impacto desfavorável inicial, era derrubar a inflação pela austeridade monetária e fiscal. Se o governo teria ou não sucesso nessa empreitada é questão que não admite resposta objetiva, já que Jânio Quadros renunciou à Presidência em 25 de agosto de 1961, antes de completar sete meses de mandato.

Austeridade era palavra desconhecida no vocabulário de João Goulart, que nos termos da Constituição Federal assumiu a Presidência da República.

A preocupação do governo agora era fortalecer o movimento sindicalista, aumentando generosamente salários nominais, como se a lei pudesse livremente fixar o ganho real dos trabalhadores. Para que isso se tornasse politicamente viável, foi preciso consolar as classes conservadoras com amplos créditos subsidiados dos bancos oficiais e os currais políticos com generosas verbas orçamentárias. E assim a inflação foi pressionada por todos os lados, pelos déficits orçamentários crescentes, pela expansão de crédito ao setor privado e pelos aumentos nominais de salários decretados ou patrocinados pelo governo, alcançando o patamar de 80% ao ano em 1963. Provavelmente ainda mais avançado em 1964, não fosse a deposição de Goulart pelo movimento militar de 31 de março.

### O binômio inflação-Lei da Usura

Como se viu, tanto a Lei da Usura quanto a proibição da cláusula-ouro foram decretadas em 1933, quando a inflação parecia, aos olhos dos brasileiros, um perigo absolutamente remoto. De fato, o ambiente da época era de deflação, ainda que combinada com crise cambial. No final da década 30, durante a II Guerra Mundial, e sobretudo a partir de 1950, a inflação se acelerou. Mas, até 1964, nossa legislação se atreve à ficção legal da moeda estável.

Como primeira consequência as taxas de juros reais se divorciaram das nominais (limitadas em 12% ao ano) e acabaram por se tornar negativas, já que a inflação avançou para o patamar de 20% ao ano na década de 50 e para mais de 40% anuais no princípio da década de 60. Enquanto era imprevisível, a inflação transferia riqueza dos mutuantes para os mutuários. Só que, depois de algumas cabeçadas na parede, os mutuantes aprenderam a reagir. O resultado foi o esvaziamento da poupança financeira: a percentagem a prazo dos depósitos bancários caiu de 24,5% em 1951 para 4,0% em 1965, queda compreensível, já que esses depósitos rendiam no máximo 8% ao ano (tabela 2). Do mesmo modo, reduziram-se a proporções insignificantes os mercados de debêntures, de títulos da dívida pública e de apólices de capitalização e seguro de vida. As companhias de seguro praticamente se especializaram nos ramos elementares, ficando assim muito limitadas como investidores institucionais.

Com o esvaziamento da poupança financeira, o sistema bancário privado passou a concentrar suas aplicações em empréstimos a curto prazo, espe-

cialmente no desconto de duplicatas, a prazos não superiores a 120 dias. O crédito ao consumidor não se desenvolveu até 1965, apesar do crescimento da produção nacional de automóveis e bens duráveis de consumo. O crédito industrial a longo prazo, assim como o crédito hipotecário, passou a ser suprido apenas pelas instituições financeiras públicas, num mercado de oferta fortemente racionada, tendo em vista a taxa real negativa de juros. O racionamento chegou a tal ponto que, em 1963, a concessão pela Caixa Econômica Federal de financiamento para a aquisição de um simples apartamento residencial passou a depender de expressa autorização do presidente da República!

Tabela 2  
Depósitos bancários à vista e a prazo  
(saldos em 31 de dezembro em milhões de cruzeiros)

Anos	À vista (A)	A prazo (B)	Total (C)	B/C (%)
1951	52,2	16,9	69,1	24,46
1952	60,3	16,9	77,2	21,89
1953	71,2	17,7	88,9	19,91
1954	84,9	20,4	105,3	19,37
1955	102,4	19,8	122,2	16,20
1956	126,6	21,1	147,7	14,29
1957	176,1	24,3	200,4	12,13
1958	216,1	25,8	241,9	10,67
1959	321,6	30,8	352,4	8,74
1960	438,2	47,4	485,6	9,76
1961	610,9	55,2	666,1	8,29
1962	1.037,8	56,3	1.094,1	5,15
1963	1.703,9	89,4	1.793,3	4,99
1964	3.069,6	148,3	3.217,9	4,61
1965	5.799,7	241,7	6.041,4	4,00

Fonte: Banco Central.

No final da década de 50 começaram a surgir vários artifícios destinados a contornar a Lei da Usura. Na venda a prazo de ativos reais, a solução mais comum era embutir parte dos juros no preço declarado no contrato, ou seja, inflando o preço à vista oficial. A evidência dessa prática eram os descontos que se concediam a quem realmente se dispusesse a pagar à vista pelo bem. No caso dos empréstimos bancários, a majoração dos juros passou a ser conseguida por dois mecanismos: a sobre carga das comissões pelos serviços bancários (abertura de crédito, cobrança etc.), artifício análogo ao simulado sobrepreço à vista, no caso dos ativos reais; e a exigência de saldos médios. No último caso, o mutuário, para levantar no banco uma quantia X, era obrigado a tomar emprestado X + Y, deixando Y em depósito sem juros (ou com juros muito menores do que os cobrados do empréstimo).

Mais engenhosos ainda foram os artifícios inventados pelas sociedades de crédito, financiamento e investimentos (SCI), que contornavam a Lei da Usura nos dois lados, no pagamento aos depositantes e na cobrança aos mutuários. O primeiro deles foi o das contas de participação, nos termos dos artigos 325 a 328 do Código Comercial Brasileiro. São sociedades extremamente flexíveis, que se podem constituir sem formalidades de registro, nas quais há um sócio gerente, o *sócio ostensivo*, e um ou vários capitalistas, os *sócios ocultos*. As SCI criavam fundos de participação, nos quais entravam como sócios ostensivos e aos quais associavam o público a título de sócios ocultos.

Mais hábil e mais bem-sucedido foi o mecanismo das letras de câmbio, inventado em 1959. Seu fundamento jurídico era o fato de as letras de câmbio serem títulos negociáveis nas bolsas de valores e, como tal, poderem ser cotadas com ágio ou deságio em relação ao valor nominal. Formalmente, a SCI entregava ao mutuário letras de câmbio, por ele emitidas e por ela aceitas, recebendo em troca duplicatas ou promissórias de igual valor e prazo de vencimento. Por essa operação casada a SCI não cobrava juros (o que não faria sentido), mas apenas comissão de aceite. Teoricamente, o mutuário venderia as letras de câmbio nas bolsas de valores para obter o dinheiro de que necessitava, ficando os juros embutidos nos deságios. Na prática, essa intermediação era feita por uma distribuidora vinculada à SCI.

Essas práticas, respondendo à demanda dos mercados, atenuaram as distorções provocadas pelo binômio inflação-Lei da Usura. Em particular, o sistema das letras de câmbio criou alguma oferta de crédito em prazos de seis a

24 meses. Mas estavam longe de ser suficientes para neutralizar o efeito deversador da inflação sobre a intermediação financeira.

### Contabilidade nominal e lucro ilusório

Um dos efeitos mais nocivos da inflação é viciar sistematicamente as demonstrações contábeis das empresas, tradicionalmente baseadas nos valores históricos de aquisição dos ativos e de contratação das exigibilidades. A contabilidade convencional baseia-se na ficção legal da moeda estável. Se uma empresa adquire um bem por 100 e o revende por 150, sem nela nada investir, o lucro é igual a 50. A aritmética da conclusão parece irretorquível, mas envolve uma hipótese implícita: a de que o poder aquisitivo da moeda não se tenha alterado entre as datas de compra e venda do bem. Se o nível geral de preços tiver subido 30% entre as datas de aquisição e alienação do bem, o lucro da operação se reduz a  $150 - 1,3 \times 100 = 20$  (em moeda da data de venda).

Genericamente, a passagem da contabilidade histórica para a contabilidade real se faz em duas etapas: a dos ajustes do balanço e a da correção da conta de lucros e perdas. Os primeiros procuram exprimir todos os ativos e exigibilidades da empresa em moeda da data de encerramento do balanço. O ideal seria expressá-los todos a preços de mercado dessa data, mas isso nem sempre é factível, particularmente para os itens do ativo imobilizado. Isto posto, atualizam-se os valores históricos correspondentes por índices gerais de preços, descontando-se as depreciações estimadas, quando for o caso. O saldo dos reajustes ativos menos os passivos, denominado *correção monetária do ativo líquido*, é somado ao patrimônio líquido da empresa.

Feito esse ajuste, corrige-se o patrimônio líquido inicial pela inflação do exercício. Esse reajuste indica o lucro nominal mínimo que a empresa deve ter para manter seu patrimônio líquido intacto em termos reais. Define-se então a *correção monetária do balanço* como a correção monetária do ativo líquido, menos a correção monetária do patrimônio líquido inicial.

Isso feito, o lucro real é a soma algébrica do lucro nominal com a correção monetária do balanço.

A título de exemplo, suponhamos que, numa economia com 25% de taxa de inflação anual, uma empresa encerre o exercício com o seguinte balanço nominal:

Ativo		Passivo	
<b>IMOBILIZADO</b>			
bruto	80	inicial	76
depreciação	-16	lucro menos dividendos	8
total	64	total	84
<b>REALIZÁVEL</b>			
estoques	16	EXIGÍVEL	
duplicatas	24	sem correção	10
total	40	com correção	10
TOTAL	104	total	20
		TOTAL	104

Admitamos que a correção monetária reajuste de 20 o ativo imobilizado, de 4 a depreciação, de 1 os estoques e de 2 o exigível com correção. Daí resulta uma correção do ativo líquido igual a  $20 - 4 + 1 - 2 = 15$ , que é a correção do patrimônio líquido da companhia. A correção do patrimônio líquido inicial é igual a  $0,25 \times 76 = 19$ . Logo, a correção monetária do balanço é igual a  $15 - 19 = -4$ . Esta é a parcela ilusória do lucro na contabilidade nominal. O lucro real menos dividendos é igual a  $8 - 4 = 4$ . Em resumo, o balanço das correções é o que se apresenta a seguir:

Ativo		Passivo	
<b>IMOBILIZADO</b>			
bruto	20	inicial	19
depreciação	-4	lucro menos dividendos	-4
total	16	total	15
<b>REALIZÁVEL</b>			
estoques	1	EXIGÍVEL	
duplicatas	0	sem correção	0
total	1	com correção	2
TOTAL	17	total	2
		TOTAL	17

Adicionadas essas correções, o balanço real da empresa passa a ser o seguinte:

	Ativo		Passivo	
<b>IMOBILIZADO</b>		<b>PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>		
bruto	100	inicial	95	
depreciação	-20	lucro menos dividendos	4	
total	80	total	99	
<b>REALIZÁVEL</b>		<b>EXIGÍVEL</b>		
estoques	17	sem correção	10	
duplicatas	24	com correção	12	
total	41	total	22	
<b>TOTAL</b>	<b>121</b>	<b>TOTAL</b>	<b>121</b>	

O exemplo destaca o fenômeno dos lucros ilusórios criados pela inflação: o resultado da empresa, menos dividendos distribuídos, cai de 8, na contabilidade nominal, para 4, na contabilidade real. O lucro ilusório é igual à correção do patrimônio líquido inicial (um prejuízo que a contabilidade nominal não registra) menos a correção do ativo líquido (um ganho nominal não computado nas contas pelos valores históricos). É possível que esta última correção supere a do patrimônio líquido inicial: nesse caso, a empresa obtém um *lucro inflacionário*, isto é, um ganho real não registrado na contabilidade histórica. Isso costuma ocorrer nas empresas em que o ativo imobilizado é superior ao patrimônio líquido. Há, no entanto, uma assimetria, em virtude da qual o lucro inflacionário é a exceção, e não a regra. O fato de a contabilidade nominal não computar como receita a correção do ativo líquido apenas difere lucros, pois, a longo prazo, todos os ativos se realizam. Já a correção do patrimônio líquido é uma despesa que jamais se registra na contabilidade nominal.

As normas descritas de correção monetária dos balanços foram introduzidas no Brasil na segunda metade da década de 70, pela Lei nº 6.404, de 13 de dezembro de 1976, e pelo Decreto-lei nº 1.598, de 26 de dezembro de 1977. Isso foi a coroação de 20 anos de trabalho do jurista José Luiz Bulhões Pedreira para ajustar a legislação contábil e fiscal à inflação, de modo a que os lucros ilusórios nem fossem registrados nos balanços nem alcançados pelo imposto

de renda. Foi um processo gradual, que começou com a correção monetária do ativo imobilizado nos termos da Lei nº 3.470, de 27 de novembro de 1958, e que avançou um passo importante com a conceituação de *manutenção de capital de giro*, estabelecida pela Lei nº 4.357, de 17 de julho de 1964.

O lucro ilusório resulta da adoção, em épocas de inflação, de normas contábeis baseadas na ficção legal da moeda estável. Desde a promulgação do Decreto-lei nº 1.598, de 26 de dezembro de 1977, o problema é amplamente reconhecido, até porque a legislação obriga as empresas a corrigir monetariamente as suas demonstrações contábeis. Até 1964, no entanto, raras empresas recorriam à contabilidade real, ainda que apenas para uso interno. Como consequência, muitas passaram a distribuir patrimônio, imaginando pagar dividendos. Além disso, o imposto de renda incidia sobre os lucros ilusórios, como se fossem ganhos reais. Com isso, transformava-se num violento imposto sobre o patrimônio, incentivando a sonegação (muito forte na época, segundo os mais variados indícios).

Em 1969 o autor deste livro elaborou uma estimativa dos lucros ilusórios das empresas brasileiras no período 1958-64, a partir das considerações dos balanços das sociedades anônimas elaboradas pela revista *Conjuntura Econômica*. Os resultados, publicados em *A correção monetária* (Chacel, Simonsen & Wald, 1970:38), são transcritos na tabela 3, com pequenas reificações. Como hipótese de trabalho, admitiu-se que a correção monetária do ativo líquido fosse igual à taxa de inflação do exercício vezes o ativo imobilizado inicial. Isto posto, estimou-se o lucro ilusório como igual ao patrimônio líquido inicial não-imobilizado vezes a taxa de inflação.

Tabela 3  
Lucros ilusórios das S.A. brasileiras: 1958-64

	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964
A) Número de S.A.	6.818	7.104	5.587	6.441	6.882	6.998	7.915
B) Patrimônio inicial não-imobilizado (Cr\$ milhões)	112.876	158.876	163.873	201.279	298.284	404.639	712.537
C) Taxa de inflação (%)	27,9	36,1	32,8	50,1	50,3	81,9	93,3
D) Lucro ilusório (BC/100)	31.492	57.354	53.750	100.841	150.037	331.399	664.797
E) Lucro de balanço	58.399	84.936	102.849	168.287	288.193	447.975	1.140.187
F) Percentagem (D/E)	53,93	67,53	52,26	59,92	52,06	73,98	58,31

Fonte: *Conjuntura Econômica*.

**Outros efeitos da ficção legal da moeda estável**

Além dos impactos sobre o mercado de crédito e da geração de lucros ilusórios que eram taxados como se fossem ganhos reais, a ficção legal da moeda estável, num regime de inflação crônica, gerou pelo menos três outras grandes distorções.

Primeiro, o desinteresse dos capitais privados na expansão dos serviços de utilidade pública, em que as tarifas eram calculadas de modo a remunerar os capitais investidos em apenas 10% ao ano sobre o seu valor histórico em moeda nacional, aplicando-se o mesmo critério aos encargos de depreciação e amortização. A consequência inevitável foi a deterioração da qualidade dos serviços de utilidade pública, o racionamento de alguns deles (inclusive os de água e de luz, para não falar na telefonia), e a encampação final desses serviços pelo Estado. Numa discussão franca e informal, os governantes reconheciam o absurdo desse critério de tarifação. Mas até 1964 relutavam em modificá-lo, pelo seu impacto sobre o aumento do custo de vida. No final, o que as tarifas não financiaram acabou sendo financiado por impostos e pela inflação. Fora o fato de que, após a estatização, as tarifas dos serviços de utilidade pública subiram generosamente.

Segundo, a atrofia do mercado de construções residenciais. Como se viu na seção O Binômio Inflação-Lei da Usura, este binômio reduziu à míngua a oferta de empréstimos para a aquisição de moradias, a ponto de a concessão de um financiamento para a compra de um pequeno apartamento pela Caixa Econômica Federal depender, em 1963, de expressa autorização do presidente da República. Com isso, os edifícios residenciais passaram a ser construídos com o autofinanciamento dos condôminos, o que, entre outros efeitos, costumava esticar os prazos de término das obras, encarecendo assim seus custos. Por outro lado, o incentivo ao investimento em imóveis residenciais para aluguel foi destruído pelas sucessivas leis do inquilinato, que prorrogavam por prazo indeterminado os contratos de locação residencial, determinando o congelamento ou o semicongelamento dos aluguéis. O resultado foi a atrofia da indústria de construção civil e a proliferação das favelas, como manifestação ostensiva da crise habitacional.

Um terceiro efeito foi a criação de incentivos à sonegação e ao atraso no cumprimento das obrigações fiscais. Eiticamente, ninguém se sentia constrangido em fugir do imposto de renda, que tributava lucros ilusórios como se fossem reais. Em alguns casos, como o do imposto sobre o lucro imobili-

liário, que incidia a taxas de 15 a 25% sobre a diferença nominal entre o preço de venda e aquisição de um imóvel transacionado por pessoa física, gerou-se uma prática consensual: passar as escrituras por baixo, pagando a diferença em moeda sob o olhar complacente do oficial do cartório. Segundo estimativas da época, por volta de 1963 registravam-se as escrituras de compra e venda de imóveis entre pessoas por apenas um terço do valor efetivo da transação. Mesmo não havendo oportunidade para sonegar, valia a pena procrastinar o pagamento de tributos, pois as multas costumavam ser menores do que o custo de oportunidade do dinheiro. O caso mais explícito de incentivo ao atraso fiscal se descortinou em 1963: as multas por atraso custavam 32% ao ano, enquanto as letras de importação do Banco do Brasil (correspondentes aos depósitos prévios exigidos dos importadores) rendiam 55% anuais. Ou seja, as oportunidades de arbitragem eram um incentivo fantástico à sonegação.