

# Correção Monetária e Indexação: Experiência Brasileira e Experiência Israelense (\*)

Ephraim Kleiman(\*\*)

## i. INTRODUÇÃO

O interesse crescente que as propostas de indexação têm atraído nas economias desenvolvidas nos anos recentes inevitavelmente levantou questões sobre o sucesso da indexação nas economias que a adotaram no passado, e sobre a possibilidade de se repetir a experiência em outros lugares. Neste artigo a utilização da indexação será comparada em dois dos três países onde tem sido extensivamente praticada: Brasil e Israel<sup>(1)</sup>. Mesmo sem presumir que tal comparação possa responder às

---

(\*) Artigo preparado para o livro sobre a indexação pelo IPE-NBER (seminário de Indexação, São Paulo, 26 a 28 de fevereiro de 1975). Traduzido do original inglês "Monetary Correction and Indexation: The Brazilian and Israeli Experience".

(\*\*) O Autor é professor do Maurice Falk Institute for Economic Research in Israel.

(1) O terceiro é a Finlândia. Até a recente elevação mundial das taxas de inflação, a experiência destes três países dificilmente mereceu uma menção na literatura geral da economia, e mesmo agora pouco material sobre o assunto é acessível ao leitor de língua inglesa. Uma descrição da experiência finlandesa se tornou disponível recentemente em S. MUKHERJEE — *Indexation in an Inflationary Economy: a Case Study of Finland*, Londres: PEP, 1975.

questões acima, esperamos que, apontando as similaridades e as diferenças entre as experiências destes dois países, se possa compreender um pouco melhor a relevância da indexação na resolução de problemas encontrados por terceiros.

Os proponentes da indexação tendem, às vezes, a considerá-la uma panacéia para todos os males inflacionários, enquanto seus críticos tendem a diminuí-la por não ser tal. Para manter claros os limites da presente discussão, começaremos, portanto, com uma tentativa de definir o que se entende aqui por indexação e quais os objetivos que ela visa atingir. Basicamente, a indexação — ou a correção monetária como é algumas vezes chamada — é um mecanismo para minimizar os custos social e econômico da inflação. Considere-se primeiro um caso onde a inflação se desenvolve inesperadamente, após um período de estabilidade de preços. Não tendo sido levada em conta na formulação dos contratos nominais existentes, irá fazer com que o resultado real ex-post seja diferente das premissas ex-ante, baseados nas quais se assinaram os contratos; e a diferença entre os dois conjuntos de resultados será tanto maior quanto mais prolongado o período do contrato, e quanto menor a possibilidade de que seja renegociado, durante o período de duração originalmente acordado. Essas condições levam à conclusão comum de que a inflação resulta na redistribuição da renda, dos credores para os devedores, e em menor extensão — pois, para os contratos salariais, as condições prestam-se mais facilmente à recontração, ainda que frequentemente mais custosa em termos nominais — da renda dos assalariados para os lucros. A menos que a inflação tenha sido induzida com este propósito expresso, a redistribuição resultante é um de seus maiores custos sociais. Além disso, conduz também a uma má alocação de recursos, pois, enquanto os contratos existentes durarem, o preço real dos bens e serviços ofertados sobre estes contratos está sendo artificialmente baixo, abaixo de seu custo de substituição futuro.

Suponha-se agora que a inflação persista. Os valores com que os novos contratos serão então assinados possivelmente levarão em consideração as quedas futuras do poder de compra da moeda. E se argumenta algumas vezes que, se eles o fizerem corretamente, isto é, se a taxa esperada de inflação incorporada nos contratos presentes é a que de fato se materializa, então a inflação continuada não resultará em custos distributivos ou

alocativos adicionais, exceto os incorridos em seu estágio inicial e, do ponto de vista do indivíduo, o imposto inflacionário sobre os saldos em moeda que cada um voluntariamente decide manter (e que pode por sua vez gerar menos distorções que qualquer outro imposto alternativo considerado). Entretanto, este argumento abstrai tanto as imperfeições de mercado como o elemento de incerteza inerente às situações inflacionárias. Os agentes econômicos devem ser considerados como tendo diante de si não um ponto único de expectativa inflacionária mas, ao invés disso, um espectro de valores inflacionários, com probabilidades diferentes ligadas a eles. Se, como se assumiu, os agentes se conduzirem de forma a evitar riscos, os emprestadores então pedirão uma taxa nominal de juros que incorpore não apenas um elemento de compensação para o decréscimo (médio) esperado do valor da moeda mas também um prêmio para compensá-los pelo elemento extra de risco envolvido. E, por uma razão similar, a taxa nominal oferecida pelos tomadores de empréstimo, embora aumentada pela taxa esperada de inflação, também incorporará um elemento negativo, deságio, refletindo a aversão ao mesmo risco. O efeito da incerteza sobre a taxa de juros real ex-ante depende da força relativa do temor ao risco nos dois grupos; mas, qualquer que seja sua direção, conduzirá a um decréscimo no volume total negociado no mercado, isto é, no volume total de poupança e investimento<sup>(2)</sup>. À medida em que a incerteza cresce com a amplitude do horizonte de tempo, este último resultado será acompanhado também por uma mudança na estrutura de tempo das transações de crédito, distanciando-a de contratos de longo prazo. Com o colapso do mercado de capital, a poupança não mais canalizada para ele é então desviada, parcialmente para o consumo corrente, e parcialmente para investimentos reais diretos — em particular para a formação de estoques, compra de imóveis e de bens de consumo duráveis. Assim, mesmo quando os preços e as taxas de juros são capazes de se ajustarem plenamente às expectativas inflacionárias (embora com

---

(2) O resultado depende de se considerar a distribuição das possíveis mudanças no poder de compra da moeda pelos indivíduos como maior sob a inflação do que com estabilidade dos preços. Deve-se notar que estes são os efeitos da expectativa inflacionária que, assim, se mostra como tendo um custo real a ela ligado, não importando se por fim se materializa ou não. Veja D. JAFFEE e E. KLEIMAN — “The Welfare Implications of Uneven Inflation” (trabalho apresentado na conferência de I.E.A. sobre *Inflation Theory and anti-inflation Policy*, agosto de 1975).

a incerteza presente), a má alocação é inevitável. E se, ex-post, as taxas de inflação efetivadas vierem a ser diferentes das esperadas, haverá adicionalmente uma redistribuição de renda.

Na falta de restrições legais e institucionais pode-se esperar que as instituições de mercado se ajustem a esta situação, embora sempre com uma custosa defasagem temporal. Tal forma de ajustamento pode se dar sob a forma de recontração, permitindo a renegociação frequente dos contratos e obrigações existentes. Entretanto, tais ajustamentos estão longe de não implicar custo. O problema, portanto, reside em escolher o sistema de ajustamento mais barato para operar, tanto em termos do montante de má-alocação e de redistribuição que não será capaz de evitar, como em termos dos custos reais de sua operação.

A indexação pode ser considerada como um mecanismo que simula os ajustamentos de mercado exigidos pela inflação, porém a um custo menor. Para ilustrar, considere-se o que se passa no mercado de trabalho quando ocorre uma inflação de demanda, tal como aquela causada em pleno emprego por um financiamento dos déficits do governo. Nas condições de competição pura, à medida em que os preços crescem, e com eles também o valor do produto marginal do trabalho, as firmas individualmente tentarão atrair os trabalhadores de seus competidores, oferecendo maiores salários nominais. O equilíbrio será finalmente restabelecido no mesmo salário real que o anterior, porém não antes que ocorra certa redistribuição de trabalhadores entre as empresas. Alternativamente, com um mercado de trabalho altamente controlado pelos sindicatos, a queda inicial nos salários reais resultará em uma demanda por elevação dos salários nominais antes da expiração dos acordos salariais existentes. Em ambos os casos, certo número de dias de trabalho será perdido, quer no processo de transferência dos trabalhadores de uma firma para outra, quer através de disputas industriais. Supondo que a mudança no nível de preços tenha sido discreta, poder-se-ia obter o mesmo ajustamento caso os acordos salariais estipulassem que o salário nominal se elevará proporcionalmente quando houver elevação do nível de preços. Entretanto, no último caso, não há perda de dias de trabalho.

Segue-se do exemplo acima que, para constituir um mecanismo simulador que diminua os custos, a indexação tem que

assegurar com antecedência o ajustamento automático dos valores nominais ao nível dos preços. De outro modo, não será capaz de evitar a operação dos mecanismos alternativos mais custosos. Isso valerá particularmente para o que se chama indexação ex-ante, todas as vezes em que a taxa de inflação efetiva divergir da postulada inicialmente (além de ser incapaz de remover as más alocações causadas pelo elemento de risco mencionado anteriormente). As hipóteses feitas na ilustração salientam também o fato de que a indexação não é um substituto dos mecanismos que permitem os ajustamentos em outras alterações que não as do poder de compra da moeda. Assim, se a elevação do nível geral de preços for acompanhada também por mudanças na estrutura da demanda, requerendo uma mudança no salário real ou nos salários relativos dos diferentes grupos de trabalhadores, isto não deve ser objeto da indexação que, como implica seu nome alternativo, se destina a realizar apenas correções monetárias (nominais) e não reais. Em terceiro lugar, no exemplo acima, a indexação neutraliza os efeitos da inflação tanto nos salários como nos lucros reais, e em consequência também na distribuição da renda. Suponha-se, porém, que a elevação no nível de preços se devesse, digamos, a uma queda nos termos de troca da nação. Isto equivale a um decréscimo do valor real da renda nacional que, sob as condições de concorrência, afetaria todos os grupos de renda. Na medida que a indexação plena protege a renda real de todos eles, por exemplo do trabalho face ao capital, ou dos emprestadores face aos tomadores de empréstimos, não pode mais simultaneamente neutralizar os efeitos inflacionários sobre a distribuição de renda. Estes serão então similares aos da tentativa de um grupo econômico aumentar sua participação no produto nacional às expensas dos outros. Finalmente, enquanto a indexação pode diminuir a pressão inflacionária se a taxa efetiva de inflação for menor que a esperada, no caso oposto pode elevá-la (embora ao mesmo tempo se livre de alguns efeitos distributivos e alocativos negativos através dos quais a diminuição da pressão seria de outro modo atingida). Todavia, basicamente a indexação não é um mecanismo anti-inflacionário e não deve ser julgada como tal. É com estas reservas em mente que se empreende o exame de como a indexação tem operado na prática. Uma vez que a experiência brasileira foi amplamente abordada nesta conferência, primeiramente se repassará o modo pelo qual evoluiu em Israel, antes de comparar as experiências destes dois países.

## 2. INDEXAÇÃO EM ISRAEL

### 2.1. Histórico

A indexação foi introduzida no que é agora Israel nos primeiros anos da Segunda Guerra Mundial. Com o intuito de evitar as frequentes disputas industriais, que conduziriam de outro modo à elevação do custo de vida, a Administração Britânica da Palestina encorajou um acordo entre os sindicatos e os grupos patronais, que vinculava os salários aos preços através de abonos de custo de vida. No transcorrer dos anos, a cobertura desse acordo foi se estendendo de um modo a se aplicar a todos os assalariados. Durante muito tempo, entretanto, permaneceu como a única forma de indexação em operação no país.

A indexação de instrumentos financeiros veio com o desencadeamento do breve galope inflacionário que seguiu o estabelecimento do estado de Israel em 1948. O sistema de impostos bastante primitivo, herdado da Administração Britânica, bem como a falta de sofisticação econômica, obrigou o governo israelense a recorrer à impressão de moeda para financiar a Guerra de 1948 e para a absorção de imigração em massa. Uma tentativa de controlar a inflação através de controles de preço e de racionamento, no início bem sucedida, não poderia suportar as pressões crescentes por muito tempo. No começo de 1952 a impressão de moeda foi controlada e se permitiu que os preços crescessem a fim de anular o excesso de poder de compra do público. Como resultado dessa desisão, o índice de preços oficiais no atacado se elevou cerca de 60% em apenas um ano<sup>(3)</sup>. Tal desenvolvimento somente poderia destruir todas as ilusões monetárias que as pessoas pudessem ter então. Não desejosas de parar todas as transações que envolvessem um elemento temporal, as famílias e firmas começaram a procurar outras unidades de valor como alternativa da unidade nominal pura de valor. Em particular, tinham que achar mecanismos que possibilitassem a contratação e o pagamento dos débitos. A realização de pagamentos em ouro ou em moedas estrangeiras foi bastante restringida pela proibição de efetuar trocas com

---

(3) Para uma revisão geral da evolução dos preços neste período, v. D. PATINKIN — "Monetary Developments in Israel", *Scripta Hierosolymitana*, 1956, reimpresso no livro do mesmo autor, *Studies in Monetary Economics*, Nova York: 1972.

o primeiro e tanto do comércio quanto da posse do segundo. Como alternativa, as partes contratantes se voltaram para o uso do mercado negro local de ouro e dólares, e para o mercado da libra israelense (IL) em Zurique, como uma medida de valor constante. Assim, os pagamentos eram feitos em IL, mas sua quantia estava **ligada** ao preço de alguns bens, neste caso o preço das divisas estrangeiras. Porém os contratos baseados em preços do mercado negro não são facilmente defensáveis em um tribunal de justiça, nem se podendo esperar que as autoridades prescreventes os encarassem favoravelmente. O uso das indexações descritas era assim limitado às transações entre empresas pequenas, de propriedade familiar, que entretanto constituíam a maioria do setor privado da economia. Todavia a estes tipos de indexação não podiam se voltar as poucas grandes companhias que tentassem levantar capital no mercado. Algumas tentaram por sua vez lançar ações com valores nominais indexados aos preços dos bens que produziam. Entretanto, duvidou-se da legalidade mesmo desta indexação específica com a produção devido a uma antiga lei antiusura, que datava dos tempos do império otomano, e que estabelecia um limite superior à taxa nominal de juros (o que explica também por que as taxas de juros nominais não podiam preencher suas funções esperadas, ajustando-se de modo a considerar as expectativas inflacionárias).

Enquanto o governo se financiava com empréstimos praticamente ilimitados do Banco Central (ou, como era então o caso, do Departamento de Emissões), não tinha evidentemente nenhum incentivo quer para elevar a taxa de juros legal, como para oferecer qualquer outra forma de pagamento que não a nominal. Ao mesmo tempo também não fez nenhum esforço para garantir a indexação dos fundos que emprestava às empresas privadas através de seu orçamento desenvolvimentista. Ao se abster de fazê-lo, estava provavelmente influenciado pelo fato de que tanto as leis religiosas judaicas quanto as muçulmanas consideravam a indexação como uma forma de usura<sup>(4)</sup>. Porém a principal objeção à indexação dos créditos governa-

---

(4) As leis de MISHNA (elaboração do segundo século das leis muçulmanas) prescrevem que uma mulher que emprestou um pão de um vizinho não deveria pagar seu débito em espécie mas em dinheiro e e em quantia igual ao preço do pão no momento da transação original, "para que ela não fosse culpada de usura caso o preço do pão tivesse se elevado no ínterim. As leis se ajustam às circunstâncias: hoje, as cortes religiosas estabelecem pensões de divórcio que são indexadas.

mentais parece ter sido o medo de que seria interpretado como um sinal de que o governo estaria esperando que a inflação persistisse, adicionando assim óleo à fogueira inflacionária<sup>(5)</sup>. A situação se alterou quando o governo decidiu controlar seus empréstimos junto ao Departamento de Emissões e tentou levantar capitais através de empréstimos junto ao público. Não desejando desencorajar os investimentos e considerando os juros com um componente de custos cuja elevação pressionaria os preços para cima, o governo não estava querendo adulterar o teto legal das taxas de juros. Mas os prêmios de loteria que ofertava em troca não foram suficientes para induzir o público a comprar os títulos oficiais. Ao mesmo tempo se compreendeu que o valor real dos créditos governamentais pendentes estaria grandemente reduzido quando fossem pagos. Isso, combinado com a necessidade do setor privado de um padrão de valor estável, levou o governo a adotar, em meados dos anos 50, a indexação generalizada.

O primeiro título governamental de valor constante, indexado ao câmbio oficial de divisas, isto é, ao dólar, apareceu quase que não intencionalmente. Foram lançados em 1950 para compensar os possuidores de apólices estrangeiras por sua venda forçada ao Estado e cotadas pela taxa de câmbio oficial da Libra israelense, que estava sobrevalorizada<sup>(6)</sup>. As sucessivas desvalorizações da IL no início dos anos 50 convenceram o público da validade da indexação. E a partir de 1954 em diante o governo teve que oferecer indexações quer com o dólar, quer com o nível de preços, para que seus títulos fossem aceitos pelo público. A introdução da indexação aos empréstimos governamentais inevitavelmente trouxe a questão de sua extensão aos financiamentos concedidos pelo governo. Em 1955 este aceitou a recomendação de um comitê público por ele organizado, no sentido de que a indexação fosse requerida em todos os créditos estatais que se estendessem por um período

---

(5) Assim, o presidente do que era na época o maior banco do país (e também dirigia o Departamento de Emissões), ao responder aos pedidos de indexação defendeu que "se nós, cujo nome aparece nas cédulas monetárias, perdemos a confiança na moeda corrente, como podemos esperar que o público a mantenha?"

(6) Pode-se dizer que houve um precedente no Empréstimo Nacional levantado pela Jewish Agency na primavera de 1948. Porém aí a indexação refletia o interregno monetário que acompanhou o fim do Mandato Britânico na Palestina, e o fato de que o empréstimo era garantido pelos recebimentos futuros de dólares por parte da Agência.

de dois ou mais anos<sup>(7)</sup>. Ao fim da década a aceitação da indexação em contratos financeiros de médio e longo prazo tinha se generalizado. Não apenas os empréstimos começaram a ser indexados, como também as hipotecas, seguros de vida, depósitos de poupança, e seu uso se expandiu até mesmo para algumas notas comerciais. Os dois padrões de valor usados eram a taxa de câmbio oficial do dólar e o índice de preços ao consumidor (IPC). Havia entretanto algumas pequenas exceções, tais como a indexação do valor da amortização hipotecária, em certos esquemas habitacionais, ao índice de preços de materiais para construção, quando da liquidação final do contrato.

Em geral, tanto o principal como os juros eram indexados. A escolha do padrão, pelo menos nos créditos concedidos pelo governo, era opcional, e alguns créditos privados tinham indexação mista, dado o que variações, quer no câmbio do dólar, quer do IPC, afetavam, cada uma, metade do valor nominal inicial do empréstimo.

Após as desvalorizações maciças do início dos anos 50, o governo preferiu enfrentar os problemas do balanço de pagamento variando as taxas efetivas de câmbio ao invés da taxa formal, também devido ao fato de a maior parte de seus débitos internos ser indexada ao dólar. Sua repulsa professada contra a desvalorização fez com que muitos de seus devedores optassem pela indexação ao dólar. Embora a inflação já tivesse diminuído consideravelmente por então, o valor real dos juros correntes e de seu pagamento foi reduzido em cerca de um quarto entre 1955 e 1961. Este paraíso de loucos foi rudemente atingido pela desvalorização do IL em 1962, que passou de 1,8 para 3,0 dólares. Como esta medida foi acompanhada por uma diminuição de tarifas e de subsídios à exportação, o impacto maior ficou reservado aos ativos e apólices financeiras. O choque de ter seus débitos pendentes aumentados repentinamente de 67% criou considerável descontentamento entre os devedores do governo. Este teve de se curvar ante a pressão política: declarou moratória em algumas das indexações de empréstimos que faziam parte do orçamento desenvolvimentista, para os produtores agrícolas e industriais, além de permitir aos toma-

---

(7) Para uma descrição das origens iniciais da indexação de ativos financeiros em Israel, v. A. RUBNER — "The abdication of Israeli Pound as a Standard of Measurement for Medium and Long Term Contracts" *Review of Economic Studies*, XXVII, outubro de 1960, 69-75.

dores de hipotecas financiadas pelo Estado a opção retroativa da indexação ao Índice de Preços ao Consumidor. Por sua vez, o governo não poderia renegar suas próprias obrigações indexadas ao dólar. Desse modo, não é surpreendente que a emissão de tais obrigações, bem como a concessão de créditos estatais ligados ao dólar, fosse suspensa, tornando-se os empréstimos tomados e os créditos concedidos por ele, a partir de então, indexados ao IPC. Entretanto, certa parte das indexações ao câmbio de divisas permaneceu nas transações entre indivíduos privados. A estabilidade interna de preços que caracterizou o final dos anos 60 parece ter enganado o governo no sentido de que poderia mantê-la igualmente na década seguinte. Ao final de 1967 o governo se dispôs a renunciar às cláusulas de indexação na maioria de seus créditos indexados até aquela data, em troca de um prêmio de “seguro de indexação” de 4% ao ano. Um prêmio similar havia sido introduzido algum tempo antes para assegurar às firmas que tomassem empréstimos no exterior contra os riscos de alterações na taxa oficial de câmbio do IL. A extensão deste prêmio para cobrir os riscos da indexação criou uma situação curiosa, visto que o prêmio estava abaixo da taxa esperada de inflação por parte do público. Consequentemente quase todo o débito público interno de médio e longo prazo em Israel é indexado, enquanto que grande parte do crédito governamental não o é. Com o reinício das pressões inflacionárias em 1971, e em particular após sua rápida aceleração em seguida à guerra de 1973, o governo se encontrou bastante pressionado por esta assimetria. Isto fez com que vários departamentos e agências do governo fizessem os pedidos conflitantes de reintrodução da indexação nos créditos governamentais e de tributação dos lucros propiciados pela indexação ao público nos empréstimos do Estado<sup>(8)</sup>.

O último desenvolvimento que deve ser mencionado aqui é a abolição em 1970 da velha lei Turca que impunha um teto nas taxas de juros. Em vista da grande incerteza com relação aos desenvolvimentos dos preços no futuro distante, a taxa de juros nominal não podia substituir a indexação nos créditos regulares de longo prazo, porem liberá-lo do teto provavelmente refreou a expansão da indexação nas transações de curto prazo.

---

(8) Do ponto de vista do governo a situação ficou ainda mais complicada com a transição em junho de 1975 para uma política de minidesvalorizações.

## 2.2. Indexação dos Salários

O mecanismo de indexação dos salários em Israel é baseado formalmente em um acordo periodicamente renovável entre a organização central dos sindicatos trabalhistas (HISTADRUT) e a Associação dos Industriais Israelenses. Contudo, tanto as empresas de propriedade da Histadrut quando as de posse do governo — os dois maiores empregadores do país — aderem a ele automaticamente, e as outras partes não participantes do acordo podem ser legalmente forçadas a cumpri-lo<sup>(9)</sup>. Sua cobertura foi sendo gradualmente ampliada, de modo que já em 1963 se estimava que era aplicado a cerca de 85% de todos os assalariados<sup>(10)</sup>. Atualmente os únicos grupos não cobertos são categorias tais como trabalho doméstico, trabalho agrícola temporário etc.

O acordo supra mencionado estipula que um Abono de Custo de Vida (COLA) proporcional deve ser pago todas as vezes em que o Índice de Preços ao Consumidor (IPC) exceder um dado volume cumulativo. Inicialmente, o abono podia ser ajustado a cada três meses, porém à proporção em que os anos foram passando, sua frequência foi se reduzindo para duas vezes ao ano, em janeiro e em julho, exceto nos períodos de alta rápida nos preços, tal como a que pode seguir uma desvalorização. O abono é pago apenas em relação à parte do salário de um indivíduo que não exceda certo teto máximo. Embora este teto tenha também sido elevado periodicamente, para fazer face à inflação e à elevação das rendas reais, seu ajustamento não é automático. Consequentemente a parcela do total de salários que o COLA pagou variou no tempo, entre um reajustamento do teto e outro<sup>(11)</sup>. Originalmente seu cálculo se basea-

---

(9) A lei de acordos coletivos de 1957 deu poderes ao Ministério do Trabalho de baixar decretos estendendo a força de acordos de indexação salarial a partes não contratantes do acordo, e esta se tornou a prática regular desde 1959.

(10) V., por exemplo, Bank of Israel — *Annual Report* 1963, p. 186.

(11) Julgou-se impossível estimar diretamente o número de trabalhadores cujos salários excedem o teto máximo, ou a parcela relativa do componente salários não indexados, por esta razão. Uma estimativa colocou a parcela da conta salários não coberta pelo COLA em 35% em 1962, dos quais cerca da metade representava trabalhadores fora do acordo do COLA, e a outra o excesso de salários efetivos acima do teto estabelecido. (v. Bank of Israel, *Annual Report* (. .))

va nas alterações do IPC **durante** o período desde o último ajustamento. Isso, entretanto, bem como o método de cálculo do IPC durante os anos 50, tornou possível a manipulação governamental deste último para os propósitos do COLA. Devido a sua condição de volume determinado, ele tornou também o ajustamento dos abonos altamente sensível a variação de curto prazo dos preços. O cálculo então foi alterado, comparando-se o nível de preços **médio** no período de tempo passado desde o último ajustamento, com o período correspondente que o precedeu. Do mesmo modo, o componente do IPC mais altamente volátil à variação sazonal, os preços de frutas e de vegetais, é incluído no cômputo apenas uma vez por ano, e as médias de preços comparadas às anuais, ainda quando todos os outros preços o sejam numa base semestral. Outra correção mais sofisticada foi a exclusão das variações no aluguel imputado das casas ocupadas por próprios proprietários, argumentando-se que constituíam um aumento compensado tanto na renda quanto nos gastos com consumo.

Considerado inicialmente como algo próximo de uma medida de seguro social, o abono tem sido até agora isento de imposto<sup>(12)</sup>. Desse modo elevou os gastos governamentais com o trabalho, sem providenciar uma fonte paralela de recursos. Nos anos iniciais esta assimetria fez com que o governo tentasse manipular os preços sobre cuja base o COLA era calculado. Deve-se enfatizar aqui que ele nunca tentou adulterar o próprio índice. Mas nos anos 50, os pesos do índice que supostamente deviam representar a cesta de bens comprada por família urbana média assalariada não foram ajustados com a frequência suficiente para captar as mudanças efetivas nos padrões de consumo. Os dados sobre os preços eram coletados em

( . )

1962, pp. 164-65). Deve-se apontar, entretanto, que em 1962 o ajustamento do teto estava bastante atrasado, de modo que estes dados devem ser considerados como constituindo um limite superior da estimativa da parcela não compensada de salários. Outro estudo revelou que, entre 1957 e 1969, o salário médio efetivamente pago variou entre 40 a 60% do salário calculado tendo como base o teto e o COLA correspondente (Y. FINDLING — "The History of the Cost of Living Allowance", artigo não publicado, the Hebrew University, 1975).

(12) A reforma tarifária de julho de 1975, que estabeleceu o reajustamento das faixas tarifárias junto com as mudanças no nível de preços, também recomendou a colocação do abono em paridade com todas as outras rendas para os propósitos fiscais.

certos dias específicos e, conforme mencionado, o próprio abono era calculado de acordo com a mudança do índice entre dois pontos de tempo. Tudo isso tornou mais fácil para o governo manipular o índice através de subsídios a curto prazo nos índices super-representados<sup>(13)</sup>. Desde 1959, entretanto, a frequente atualização dos pesos do índice, a coleta de informação sobre os preços em uma base contínua e o uso de médias semestrais dos níveis de preço, ou mesmo mais longas para o cálculo do COLA, tornou tal manipulação sem valor<sup>(14)</sup>. O cálculo do IPC, usado também para quase todas as outras indexações em Israel, é feito pela Agência Central de Estatística, uma agência governamental cuja integridade de procedimento é garantida parcialmente por lei e parcialmente por um sistema de comitês públicos de assessores profissionais. O índice é publicado mensalmente com uma defasagem de quinze dias, tornando-se disponível no décimo quinto dia (ou no seguinte se este cair em um sábado) do mês subsequente àquele para o qual é tomado.

Por muitos anos o governo não tomou parte nas negociações periódicas de acordo do COLA, embora a ele aderisse voluntariamente como empregador. Desde 1970, entretanto, tem tomado parte ativa, considerando os abonos como parte da política geral de rendas. Como esta política tendeu, em anos recentes, a tomar a forma de acordos tripartites entre o governo, empregadores e sindicatos para a determinação mútua de salários, preços e impostos, o COLA perdeu parte de seu caráter automático. Recentemente, entretanto, todas as três partes concordaram em restaurar o caráter automático do COLA, restringindo ao mesmo tempo a proporção de aumentos de preços compensados. Alguns dos novos arranjos ainda não testados serão descritos na parte adiante, na comparação dos sistemas brasileiro e israelense de indexação salarial.

---

(13) Durante o período de inflação reprimida de 1949/1951, o governo foi bem sucedido na obtenção mesma de uma redução do COLA. Esta manipulação do índice parece bastante similar à prática finlandesa de "suborno em pontos do índice" V. Br. Suviranta, "a Unique Experiment in Escalated Wages", *Banca Nazionale del Savoro Quarterly Review*, n.º 54 (setembro de 1960) (265-82).

(14) Quando os pesos do índice representam acuradamente a cesta de bens realmente comprada pelos consumidores e o cálculo do índice e do COLA é baseado na comparação de índices médios de preços, ao invés de estimativas no ponto, então tal prática de suborno abaixa o "verdadeiro" custo de vida, mas não deveria ser considerada como manipulação.

### 2.3. Ativos Financeiros

O domínio do mercado de capitais de Israel pelo governo pode se atribuir em parte à necessidade e em parte à ideologia. Os fundos para investimento requeridos pela duplicação da população no período trienal de imigração de massa de 1949-1951 não poderiam de modo algum ser mobilizados dentro da economia. Como os investimentos privados estrangeiros não estivessem entrando no país em volume suficiente, a parte majoritária da formação de capital foi financiada naqueles anos iniciais com as doações e empréstimos que o governo conseguiu obter no exterior. Todavia, enquanto a maior parte dos fundos para investimento era dessa forma recebida pelo governo, este se mostrava tanto incapaz quanto, devido a seu compromisso com uma economia mista, não desejoso de assumir efetivamente o processo de investimento. Assim, ao emprestar estes fundos para organizações semipúblicas e empresas privadas, estava desempenhando as funções do inexistente mercado de capitais. Em outros anos as importações de capital privado e as poupanças domésticas vieram a ter um papel mais importante no financiamento dos investimentos. O governo, porém, não limitou seu papel como o principal intermediário financeiro do país, devido parcialmente a seu desejo de controlar a indústria e a distribuição regional da atividade econômica. Originalmente os fundos obtidos através da ajuda externa ou através dos empréstimos governamentais no exterior eram canalizados para seu orçamento desenvolvimentista. Com a disponibilidade crescente de financiamento doméstico, muitas das operações tanto de obtenção quanto de concessão de empréstimos foram transferidas para os bancos e outras instituições financeiras, algumas privadas, outras estatais. Estas emitem títulos de longo termo ao público e emprestam os fundos de acordo com instruções do Tesouro. A autoridade do governo na alocação destes recursos no fundo se deve a sua disposição de subsidiar o custo do capital para o investidor. Em alguns casos o governo inclusive subsidia o custo do capital de algumas empresas, principalmente as estatais ou de propriedade do Histadrut, que, por si mesmas, já emitem títulos para financiar seus próprios projetos de investimento. Formalmente as receitas destas emissões são depositadas junto ao tesouro, que então as empresta à mesma instituição financeira para serem usadas segundo os propósitos e termos por ele especificados. Para todos

os propósitos práticos estes títulos são iguais aos emitidos diretamente pelo governo<sup>(15)</sup>.

Com a exceção dos empréstimos ditos de curto prazo (até 18 meses), os títulos governamentais, ou patrocinados pelo governo, são emitidos para um período de quatro a dez anos, indexando-se o principal e, frequentemente, os juros pagos. O índice usado é o IPC, o mesmo que serve para o cômputo do COLA. Entretanto, diversamente deste último, a correção monetária dos títulos indexados é proporcional à elevação do nível de preços entre o mês que precede a emissão e o que precede a liquidação (ou pagamento dos juros) do título, não se baseando assim em médias de períodos maiores; seu cômputo não é ajustado, quer para flutuações sazonais, quer para variações nos preços das casas ocupadas pelos proprietários. Enquanto que alguns títulos pagam juros duas vezes por ano, outros acumulam estes juros até a maturação. Uma variação peculiar é um título que permite a seus proprietários optarem, retroativamente, ou por indexação ao IPC, ou pela mais elevada taxa de juros nominal alternativa. Estes são os frutos de um período dos anos sessenta, quando as expectativas de estabilidade de preços tornavam a indexação regular dos títulos relativamente pouco atraente em relação aos empréstimos de curto prazo, que não são indexados mas pagam uma taxa de juros nominal mais elevada. A correção monetária, ou como é chamada em Israel, a indexação diferencial do principal de todos estes títulos, não é taxada, sendo que gozam do privilégio de que os juros que pagam são tributados apenas através de uma taxa única de imposto deduzida na fonte<sup>(16)</sup>. Adicionalmente existem também títulos de longo prazo, não negociáveis (de 17 a 20 anos), emitidos exclusivamente por fundos de providências e companhias de seguros.

As obrigações totalizaram em 1974 85% do valor total dos títulos registrados na bolsa de valores de Tel Aviv, dos quais cerca de nove décimos eram compostos de obrigações indexadas e, adicionalmente, oito por cento das restantes indexadas ou comercializadas em divisas estrangeiras. A pequena por-

---

(15) Para uma descrição concisa do mecanismo através dos quais os fundos mobilizados pelas instituições financeiras são dirigidos pelo governo, V. Bank of Israel — **Annual Report 1973**, ch. XIV.

(16) Esta concessão se aplica a todas as obrigações em Israel, quer indexadas ou não.

centagem remanescente consistia exclusivamente em obrigações conversíveis em ação.

Outros ativos financeiros indexados disponíveis ao público são depósitos de poupança, apólices de seguro de vida e poupanças acumuladas em fundos de previdência e planos de pensão. A indexação se aplica também a certificados de empréstimo compulsório, que, embora alguns não sejam negociáveis, podem substituir outras formas de poupança dentro do portfólio dos indivíduos. Os depósitos a vista e os depósitos regulares a prazo, bem como os empréstimos estatais de curto prazo, também não são indexados.

Os passivos financeiros indexados do público, em posse do governo e do sistema bancário, são constituídos hoje quase que exclusivamente de hipotecas imobiliárias. Desde a abolição de toda indexação nos empréstimos com fins de desenvolvimento, descrita anteriormente, a maior parte do crédito do governo não está mais indexada. Os créditos a curto prazo concedidos pelo sistema bancário também não o são.

É difícil saber o grau de extensão da indexação no setor privado da economia, fora de suas transações com o governo e com o setor bancário. Tanto a indexação com as divisas estrangeiras como com o índice de preços eram bastante comuns no mercado direto de corretagem de títulos<sup>(17)</sup>. Todavia, desde a abolição da lei da usura em 1970 (e o enrijecimento dos regulamentos relacionados à corretagem que o banco pode exigir), este mercado perdeu sua significação.

Concluindo esta revisão das várias formas de indexação dos débitos praticados em Israel, deve-se mencionar outro tipo de ativo aqui considerado como indexado: os depósitos em divisas estrangeiras. Com certas exceções, o controle de mercado de divisas tornou ilegal para os habitantes de Israel manter divisas ou apólices estrangeiras. Entretanto, a fim de proporcionar um incentivo às transferências de divisas estrangeiras, mesmo apesar da supervalorização da IL, permitiu-se aos recebedores de cambiais — principalmente de pagamentos privados de restituição provenientes da República Federal Alemã —

---

(17) Devido ao teto na taxa de juros imposta pela lei de usura, então válida, e as restrições governamentais sobre o volume de crédito concedido pelos bancos, os últimos acharam mais lucrativo operar como corretores de letras do que emprestar depósitos a longo prazo.

manter certa fração da quantia recebida em depósitos a prazo especiais. Estes podem ser utilizados segundo as necessidades de seus proprietários, tais como viagem ao estrangeiro ou para a compra de apólices estrangeiras, que então podem ser vendidas a outros habitantes de Israel.

O restante pode ser mantido em outro tipo de depósito a prazo, nominalmente registrado em divisa estrangeira, porém pago apenas em divisa doméstica. Estes depósitos são, claro, indexados à taxa de câmbio. Em sua função especulativa, entretanto, são bastante semelhantes à manutenção direta de divisas estrangeiras nos países que não têm controle cambial, residindo sua diferença essencial no fato de que, para os depósitos, a venda da divisa estrangeira ao Banco Central precede sua conversão efetiva na moeda corrente local.

#### 2.4. Impostos

Embora o governo israelense aceitasse a indexação no mercado de trabalho e a introduzisse no mercado de capitais, não desejava vê-la estendida, até este ano, a seus próprios rendimentos. Sua única concessão, não voluntária, nesta direção consistiu na isenção do imposto de renda sobre os abonos do COLA.

A posição dos contribuintes autônomos foi igualada à dos assalariados através da indexação ao COLA da renda mínima isenta de imposto. Contudo, as faixas de imposto não foram ajustadas à inflação automaticamente. A revalorização dos ativos depreciados foi inibida através da tarifa sobre os ganhos de capital e da tarifa que recai sobre as propriedades imobiliárias e estoques industriais, sendo que a contabilização deste último através do método LIFO não é permitida para fins de declaração fiscal. Ao invés disso, o governo apoiou-se em uma política de revisões fiscais ocasionais, porém irregulares, e em uma série enorme de instruções específicas que levaram a uma grande deterioração de todo o sistema fiscal. Sob o esquema de imposto de renda altamente progressivo, a inflação rapidamente elevou a carga fiscal imposta sobre a renda real. De certo modo, o rápido crescimento da renda real em Israel auxiliou a aliviar este efeito. Apesar disso, a base fiscal foi sendo erodida pela extensão de concessões fiscais a vários tipos de renda; renda ganha nas horas extras, e abonos para ganhos de produtividade; lucros dos investimentos “aprovados” na indústria; juros das obrigações governamentais — todos se tornaram sujeitos de

uma taxa fiscal única, não progressiva. À medida em que grande número de contribuintes foi se enquadrando dentro da faixa de maior taxa de imposto marginal (que recentemente atingiu 65% mais 22% de empréstimo compulsório), uma proporção crescente dos lucros passou a ser consumida com gastos contabilizados como dedutíveis do imposto, e uma parcela crescente dos salários a ser paga sob a forma de despesas reembolsáveis isentas de impostos. A valorização dos ativos depreciados por seus custos históricos de compra cria lucros ilusórios porém taxáveis. Ao invés de permitir sua revalorização contínua, as autoridades tributárias permitiram que fossem depreciados, para fins fiscais, a taxas que excediam em muito a duração de sua vida econômica. Em um caso, o do imposto sobre melhoramentos nos imóveis, o elemento lucro inflacionário, que é considerável na diferença entre os preços de compra e venda de um imóvel mantido por longo prazo, foi anulado por uma concessão fiscal proporcional ao número de anos que houvesse se passado entre as duas operações.

Embora algumas das medidas acima mencionadas pudessem auxiliar a anular alguns dos efeitos negativos em termos de alocação e distribuição que a inflação trazia ao sistema de impostos nominais, não poderiam se livrar de todos, além de introduzir por sua vez algumas distorções adicionais. Não estando diretamente relacionadas à taxa de inflação, seus impactos variaram de um ano a outro. Ainda mais, por uma negligência peculiar, o governo impunha apenas juros nominais nas multas fiscais, criando assim um incentivo, especialmente para os autônomos e para as sociedades anônimas, a não pagar os impostos no tempo devido.

A reforma fiscal de 1975 introduziu a indexação nas faixas de imposto de renda e no sistema de isenções familiares. No futuro estes dois impostos devem ser revistos com frequência até trimestral, seguindo o COLA. Foi limitado também o imposto sobre ganhos de capital ao ganho deflacionado pelo índice de preços (porém adicionado de uma taxa de 10% em seu elemento inflacionário), além de se impor a indexação ao IPC das metas fiscais. Esta nova legislação, por sua vez, deve ainda ser testada pela prática. Adicionalmente ainda não permite a revalorização contínua dos ativos depreciáveis, nem reconhece a contabilização LIFO dos estoques. Embora pareça haver alguma intenção de aplicar a indexação também a alguns outros impostos, tais como as obrigações que recaem sobre os proprietários de imóveis, isto ainda não foi feito.

### 3. COMPARAÇÃO E AVALIAÇÃO

#### 3.1. Salários

Conforme apontaram diversos trabalhos apresentados nesta conferência, não há uma indexação “verdadeira” dos salários no Brasil<sup>(18)</sup>. De certo modo, pode-se argumentar que isto se deve ao fato de a fórmula que relaciona os salários nominais ao nível de preços constituir um instrumento de política governamental, não tendo mecanismo contratual automático. Todavia, mesmo em Israel, onde o sistema do COLA se aproxima muito mais da “verdadeira” indexação, sabe-se que o Histadrut em certas ocasiões abriu mão do direito do abono, quando considerou que seu pagamento seria contrário ao interesse dos trabalhadores ou da economia da nação como um todo. Entretanto, é a frequência e a arbitrariedade da ação discricionária que parece justificar a visão pela qual o mecanismo que opera no Brasil seria mais corretamente decrito como um sistema de “indicadores gerais” (guidelines) da política de rendas. Isto certamente é verdade na situação anterior a 1968, quando a fórmula salarial incluía apenas a inflação esperada, mas não a realmente verificada no passado. Abstraindo do elemento discricionário, e também da extensão da cobertura, o atual sistema brasileiro de indexação salarial difere do de Israel também:

- i. na base salarial sobre a qual a correção monetária é aplicada, e na inclusão de aumentos da produtividade na fórmula salarial;
- ii. na extensão da defasagem temporal com que se faz a correção;
- iii. na inclusão, no sistema brasileiro, da taxa esperada de inflação;
- iv. na porcentagem da variação do nível de preços com que os assalariados são compensados automaticamente pelo sistema.

A primeira destas quatro diferenças é ilustrativa do principal problema envolvido na indexação de salários.

---

(18) V., por exemplo, os artigos de W. BAER e P. BECKERMAN, e o de P. CIPOLLARI e Roberto B.N. MACEDO.

Conforme enfatiza a seção 1 deste trabalho, a indexação pode substituir apenas a parte do mecanismo de mercado que ajusta os salários nominais às alterações no nível de preços. São necessários, porém, ainda outros mecanismos para regular o nível geral do salário real e os salários relativos das diferentes indústrias e grupos ocupacionais. Em Israel estes mecanismos são os mesmos que operariam na ausência da inflação: um processo centralizado de barganha coletiva determina o aumento percentual do salário com que o COLA, se a necessidade surgir, será posteriormente pago, e as mudanças adicionais nos salários individuais, na forma de pagamentos suplementares para o tempo de emprego na firma, escala de habilitação etc. — a chamada “flutuação salarial”. A fórmula salarial brasileira é assim encarregada de duas tarefas completamente diferentes, que em Israel são executadas pelo sistema de COLA, de um lado, e pela barganha coletiva, do outro. Pode-se, é claro, questionar se a separação completa dos vários mecanismos do mercado de trabalho é possível de fato. Em particular, pode-se argumentar que ou uma ou ambas, a inflação passada e a expectativa inflacionária futura, são invariavelmente levadas em conta na barganha coletiva. A indexação automática pura, reza este argumento, deve proceder de tal forma que os assalariados sejam mais que compensados pela inflação, resultando em pressão salarial sobre a inflação.

A experiência israelense não dá validade a este argumento. Em um estudo das taxas trimestrais de alterações do nível de preços entre os anos de 1955 e 1965, julgou-se que estas variações afetavam os salários nominais apenas indiretamente, através do COLA. Entretanto, não se deve interpretar isso como se não houvesse substituição entre os vários mecanismos: descobriu-se que o salário nominal se elevava de todo o montante do COLA, apesar do fato, já mencionado, de que não se aplica formalmente ao total dos salários<sup>(19)</sup>.

Quando a supercompensação ocorre, deve-se esperar que dependa também da duração da defasagem de tempo envolvida na operação do mecanismo de indexação. As duas comissões que, em épocas diferentes, foram encarregadas de sugerir melhorias no sistema do COLA em Israel pronunciaram-se ambas a favor de tornar o intervalo entre os ajustamentos do COLA

---

(19) E. KLEIMAN e T. OPHIR — “The determination of Money Wages” (mimeo.), the Hebrew University, 1970.

o menor factível, tecnicamente, dado que isso reduziria a pressão para a compensação imediata, e por fim excessiva, através de mecanismos paralelos. A defasagem com que a inflação passada é incluída no salário nominal no Brasil é muito maior que em Israel, tanto em razão da menor frequência dos ajustamentos, quanto da maior defasagem na disponibilidade dos índices de preços relevantes<sup>(20)</sup>. Em razão das altas taxas de inflação no Brasil, poder-se-ia esperar que a longa defasagem com que a indexação opera através da fórmula salarial pudesse dar maior margem à supercompensação. O fato de a questão no sentido de se os salários reais se elevaram ou caíram ser objeto de controvérsia no Brasil, apesar do rápido crescimento do PNB per capita nos anos recentes, sugere que tal supercompensação não ocorreu de fato. Se isso se devesse puramente a forças econômicas, poderia ser interpretado como uma evidência da operação de mecanismos determinantes do salário real funcionando na direção oposta da correção monetária. Entretanto, como a redução do salário real foi considerada pelas autoridades brasileiras como o principal instrumento da política anti-inflacionária<sup>(21)</sup>, tal não pode ser atribuído à operação livre das forças de mercado.

Algumas das pressões que o longo intervalo de ajustamento do sistema brasileiro poderia causar poder ter sido anuladas pela inclusão na fórmula salarial da taxa esperada de inflação. Conforme enfatiza a seção 1, a chamada indexação ex-ante não realiza, por si mesma, quaisquer das funções da indexação efetiva. Porém, combinada com a indexação ex-post, pode vir a complementar a esta. Uma vez que o ajustamento dos salários ao nível de preços não pode ser instantâneo, um decréscimo temporário dos salários reais, não relacionado a qualquer fenômeno real, irá ocorrer entre os reajustamentos sucessivos do salário nominal. A inclusão de um elemento de inflação esperada no salário nominal pode assim ser considerada como um pagamento antecipado para os diferenciais de indexação que ocorrerão no futuro. O quociente entre a inflação passada efetiva e a inflação esperada da fórmula brasileira recente representa dessa forma o arranjo final da conta de correção monetária. A necessidade de tais pagamentos adiantados se

(20) BAER E BECKERMAN — *Op. cit.*; M.H. SIMONSEN e R. de OLIVEIRA CAMPOS — *The New Brazilian Economy*, Rio de Janeiro: n.d., pp. 85-87.

(21) SIMONSEN — *Op. cit.*, p. 87.

torna aguda quanto mais elevada for a taxa inflacionária, quanto mais rápida sua aceleração e quanto maiores os intervalos de tempo entre os quais a indexação é acionada. Sua ausência no sistema do COLA pode-se explicar pelo fato de os períodos de ajustamentos serem menores, e a taxa de inflação ser menor em Israel que no Brasil.

Além disso, nas duas últimas décadas o salário real cresceu em Israel a uma taxa razoavelmente constante de 5% ao ano. Na maioria destes anos o trabalhador israelense podia assim esperar que, mesmo que os pagamentos do COLA se atrasassem, sua renda real não cairia abaixo daquela que recebeu no ano anterior (embora inferior àquela que o acordo salarial coletivo lhe designaria). Mesmo assim, em uma ou duas ocasiões, quando a inflação repentinamente acelerou, o Histadrut pediu e obteve um avanço no novo COLA, pelo menos para os pequenos assalariados.

O sistema brasileiro não permite uma correção monetária plena: tanto as taxas de inflação esperadas como as experimentadas no passado entram na fórmula salarial com um peso de 0,5. A razão subjacente a este procedimento é aquela já mencionada anteriormente: o combate à inflação através da redução do salário real<sup>(22)</sup>. Entretanto, a experiência israelense demonstra que, sob certas circunstâncias, o que parece uma correção imperfeita é bastante consistente com a indexação "verdadeira". Grosso modo, isto ocorre quando o aumento do nível de preços representa uma queda exógena da renda real do setor privado da economia. A inversão para pior dos termos de troca, através de um aumento do preço das importações, digamos do preço do petróleo, é um exemplo deste caso. O ajustamento dos salários nominais no montante total do aumento resultante do índice de preços domésticos é então equivalente a tentar transferir, a favor dos trabalhadores, a totalidade da queda inevitável da renda real para os empregadores. O mesmo vale para os aumentos de preços devidos a mudanças na taxa de câmbio, nas tarifas alfandegárias que recaem nas importações e, em menor extensão, nos impostos indiretos em geral. Todos estes são casos onde, conforme se mencionou anteriormente, a indexação total não pode restaurar simultaneamente o *status quo ante* da renda real e de sua distribuição.

---

(22) *Ibid.*

O tratamento que se deve dar aos aumentos de preços gerados fora do setor privado da economia, e particularmente fora da economia nacional, tem sido objeto de muita discussão em Israel, onde a importação de bens e serviços totalizou entre um terço e metade do PNB. Embora as necessidades de defesa e de investimento, junto com os insumos para produção de produtos exportados, sejam responsáveis pela maioria absoluta das importações, o componente importação, direta ou indireta, representa 20% do consumo privado<sup>(23)</sup>. No regime de taxa de câmbio fixa, as maciças desvalorizações espaçadas costumavam ser quase que imediatamente transmitidas ao índice de custo de vida. O problema poderia ser resolvido, em princípio, computando-se o COLA na base de um índice de preços domésticos apenas<sup>(24)</sup>. Porém, a construção de tal índice, em particular de um índice que pudesse ser calculado mensalmente sem muito atraso, provou ser impraticável. Consequentemente, a exclusão, usualmente parcial, dos efeitos das desvalorizações no cômputo do COLA tornou-se objeto de negociações *ad-hoc*, como quando, em uma ocasião à qual já nos referimos, a Histadrut concordou em renunciar ao abono requerido pela imposição de uma tarifa geral sobre as importações no verão de 1970.

A transição do sistema de minidesvalorizações em 1975 fez com que a confiança nas negociações *ad-hoc* não fosse mais possível. Em consequência, o acordo do COLA tem sido revisto de modo a que no futuro o abono venha a compensar apenas 70% do aumento do IPC. Tal compensação parcial não poderia ser justificada facilmente no Brasil, onde as importações totais representam entre 7 a 10% do PNB. Seria, entretanto, necessária nos países da Europa Ocidental, que possuem alta parcela de comércio exterior, embora possivelmente não o fosse para os E.U.A.

O comitê de especialistas que sugeriu esta revisão do COLA não defendeu que os efeitos externos necessariamente representem 30% das variações totais nos preços, mas que esta porcentagem constituísse sua parcela efetivamente excluída dos

---

(23) Bank of Israel — Annual report 1969 e 1973, Tabela IV — 2.

(24) A declaração se baseia na discussão mais detalhada contida no Report of the Committee of Exports Inquiring into the Cost-of-Living Allowance, Tel Aviv: 1966 (hebraico).

cômputos do COLA, nos últimos anos, através da ação discricionária e negociações *ad-hoc*. Ressaltaram, entretanto, que a indexação dos salários, de modo não semelhante à financeira, pode sempre ser suplementada pelos outros mecanismos do mercado de trabalho<sup>(25)</sup>.

Outro argumento, levantado tanto no Brasil quanto em Israel, em favor de uma indexação salarial não plena se refere à inabilidade das indústrias cujos preços estejam defasados em relação ao resto, em particular as de exportações, em elevarem seus salários nominais proporcionalmente ao nível de preços<sup>(26)</sup>. As mudanças estruturais que se refletem em desenvolvimentos divergentes dos preços individuais podem, de fato, requerer uma queda do salário real médio — como, por exemplo, quando a demanda pelos produtos das indústrias de trabalho intensivas cresce relativamente menos que o resto. A rigidez para baixo de salários poderia então impedir ao mecanismo encarregado da determinação do salário real de ajustá-lo para baixo, de modo a compensá-lo pelo funcionamento do sistema de indexação plena. Deve-se notar que, em 1966, o Histadrut em Israel renunciou ao abono do COLA, em vista da situação de emprego então prevalecente, para a qual os aumentos salariais obtidos pelos acordos salariais coletivos constituíram uma causa agravante. Contudo, naquele caso as divergências de preços simplesmente significam que algumas plantas, ou indústrias, têm que expandir, e outras diminuir. Com a indexação plena, este processo começa primeiro com a despedida de empregados das indústrias em contração. Com a indexação — pela atração de trabalhadores para as indústrias em expansão. Quanto ao argumento das indústrias de exportações, simplesmente equivale ao subsídio às exportações pelo trabalho nelas empregado. Além de indefensável em termos de equidade, tal subsídio não pode ser efetuado, a menos que o trabalho nas indústrias de exportações seja altamente específico, sem que haja emprego alternativo no resto da economia.

---

(25) O comitê, entretanto, recomendou também que os intervalos de ajustamentos fossem diminuídos para três meses; que o teto fosse gradualmente abolido; que o IPC total fosse computado pelo COLA; e que seu pagamento não fosse objeto de negociações *ad-hoc*, ou ações discricionárias. *Report of the Committee to Examine the Cola Allowance Arrangement*, Jerusalém: 1975 (hebraico).

(26) V., por exemplo, o artigo desta conferência de CIPPOLARI e MACEDO.

### 3.2. Ativos Financeiros

Para dar uma idéia do papel dos instrumentos de débito indexados no Brasil e Israel, a Tabela 1 apresenta dados sobre os principais instrumentos financeiros emitidos pelos sistemas financeiros e tesouros dos dois países. A fração maior em Israel do volume bruto total desses instrumentos em relação ao PNB pode ser explicada por sua maior renda per capita<sup>(27)</sup>. Porém, a distribuição deste total pelas suas categorias principais sugere que parte da diferença possa se dever a outras razões. Em particular o quociente entre instrumentos não indexados e indexados é completamente oposto entre os dois países: atinge a quatro no Brasil, porém apenas um terço em Israel. Os dados não são, é claro, rigorosamente comparáveis, devido às diferenças institucionais, e outras existentes entre os dois países. Estas entretanto não operam todas no mesmo sentido. Assim, por exemplo, os bancos comerciais brasileiros podem manter parte de suas reservas regulares em obrigações reajustáveis do tesouro (ORTN), enquanto que os bancos israelenses não. Por outro lado, o volume de obrigações indexadas em Israel inclui também as que são emitidas contra o produto dos empréstimos compulsórios, alguns dos quais ainda não são (e alguns dos quais nunca serão) comercializáveis. Dados os mercados de capitais imperfeitos, o volume total das obrigações indexadas mantido pelo público pode então ser maior do que se todas fossem compradas voluntariamente. Esta última ressalva não se aplica, entretanto, às diferenças de período de maturação, que é menor no Brasil, e à frequência da correção monetária. No Brasil, parte dela é paga corretamente, enquanto em Israel o diferencial de indexação, e em certos casos os juros também, geralmente é pago apenas na maturação. Assim, o valor ativo indexados em 1973, como mostra a Tabela 1, inclui mais diferenciais de indexação acumulados até aquela data no caso de Israel do que no do Brasil. Entretanto, o mercado altamente desenvolvido de títulos indexados em Israel torna possível que qualquer pessoa proprietária de uma obrigação comercializável desconte o diferencial da indexação corrente e ajuste seu portfólio de acordo.

---

(27) O PNB brasileiro era cerca de 6,7 vezes maior que o de Israel (Cr\$ 57.700 milhões à taxa de câmbio calculada via o câmbio do dólar americano nos dois países). Porém a população do Brasil era em 1973 cerca de 32 vezes maior que a de Israel.

**TABELA 1**  
**PRINCIPAIS INSTRUMENTOS FINANCEIROS EMITIDOS**  
**PELO TESOURO E PELO SISTEMA FINANCEIRO, E SUAS**  
**RELAÇÕES COM O PNB**  
**BRASIL E ISRAEL, 1973**

	BRASIL		ISRAEL	
	MILHÕES Cr\$	%	MILHÕES IL	%
<b>TOTAL</b>	212.856	100	47.289	100
Não Indexados	171.531	80	11.594	25
Oferta de Moeda	90.490	42	7.392	16
Outros	81.041	38	4.202	9
Indexados	41.325	20	35.695	75
Obrigações	27.203	13	32.095	68
Depós. de poupança	14.122	7	3.600	7
<b>PNB</b>	389.090		39.101	
Fração do PNB				
Oferta monetária	0,23		0,19	
Outros não indexados	0,21		0,11	
Indexados	0,11		0,91	
<b>TOTAL</b>	0,55		1,21	

### Definições

**Brasil:** “Outros não indexados” inclui letras de câmbio, letras do tesouro e depósitos a prazo não ou pré-indexados.

“Obrigações indexadas” inclui obrigações reajustáveis do tesouro (ORTN) e letras imobiliárias (BNH).

**Israel:** “Outros não indexados” inclui depósitos a prazo e empréstimos de curto prazo do Governo.

“Obrigações indexadas” inclui todas as obrigações governamentais indexadas de médio ou longo prazo, inclusive as emitidas pelo Instituto Nacional de Seguros e as emitidas em Troca de Empréstimos compulsórios. As estimativas são derivadas de dados do fim de março de 1974, deflacionada pelo aumento de preços ocorrido desde dezembro de 1973.

**FONTE:** Brasil — *Boletim do Banco do Brasil*, junho de 1974 conforme citado por Baer e Beckerman, neste Seminário.

Israel — *Bank of Israel, Annual Report 1974* e *Estado de Israel Comptroller Annual Report n.º 25* (Hebraico).

Não obstante os possíveis vieses para mais no papel que têm as obrigações indexadas em Israel, em comparação ao Brasil, os outros dados da Tabela 1 parecem indicar a mesma direção. Assim, a razão do total de instrumentos não indexados em relação ao PNB é maior no Brasil e, em particular, o volume dos ativos financeiros não indexados com menor liquidez — depósitos a prazo, letras do tesouro e letras de câmbio — é maior, tanto em comparação ao PNB, quanto em relação à oferta de moeda mais rigorosamente definida.

Os dados sobre o montante de obrigações indexadas mostrados na Tabela 1 podem dar a impressão errônea de sua importância junto ao grande público. Em ambos os países uma parte considerável destas obrigações é usada para regular as transferências entre o tesouro e vários fundos de previdência social — O Instituto Nacional de Seguros em Israel, ou o Programa de Integração Social (PIS) e o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) no Brasil. Uma parcela adicional é constituída das reservas do sistema bancário contra ativos indexados, tais como depósitos de poupança mantidos pelo público, e, assim, não deve ser somada ao último. As diferenças institucionais tornam impossível uma comparação significativa da partição da posse de obrigações indexadas pelos grupos institucionais. Mas vale a pena notar que dos 21 bilhões de cruzeiros de ORTNs existentes no fim de 1973, apenas 22% devem ser considerados como mantidos pelo público<sup>(28)</sup>. Em Israel, o Instituto Nacional de Seguros sozinho possuía cerca de um quarto de todas as obrigações indexadas. No entanto, a porcentagem mantida pelo público era consideravelmente maior que no Brasil — metade do total e pouco mais de 36%, se os títulos de empréstimo compulsório forem excluídos. A correção monetária assim parece ter visado suprir as necessidades do sistema bancário relativamente às necessidades do público, em uma extensão ainda maior no Brasil que em Israel.

Para avaliar a importância dos ativos indexados do público, a Tabela 2 dá alguns dados dos portfólios e dos ativos líquidos em circulação nos dois países. Para tornar possíveis algumas conclusões, apesar das dificuldades de comparação, as estima-

---

(28) Inclusive os mantidos por companhias de seguros e bancos comerciais e de investimento, acima de suas reservas compulsórias. Veja A.C. PASTORE, R.D. ALMONACID e J.R.M. de BARROS — “Reflections about the Brazilian Experience on Indexation” (esboço, 1975), Tabela XII.

tivas foram viesadas de modo a reduzir as diferenças na proporção de ativos indexados em relação aos não indexados. Assim, assumiu-se que as letras do tesouro e as letras de câmbio, ambas não indexadas no Brasil, sejam mantidas exclusivamente pelas autoridades monetárias e pelo sistema bancário, enquanto todas as letras imobiliárias, que são indexadas, são mantidas pelo público. Em Israel, por outro lado, a pequena quantia de empréstimos de curto prazo foi assumida como tomada pelo público e a posse por parte dos bancos de obrigações indexadas compradas no mercado foi excluída<sup>(29)</sup>. Além disso, os depósitos e obrigações indexadas à taxa cambial, que no longo prazo podem ser considerados como indexados, foram excluídos em Israel, embora seu volume relativo provavelmente ultrapassasse bastante a posse de divisas estrangeiras no Brasil, igualmente excluídas dos dados.

Grosso modo, os dados da Tabela 2 confirmam a sugestão fornecida pela Tabela 1. Como se podia esperar, a proporção dos itens não indexados entre os ativos líquidos mantidos pelo público é maior que a soma total dos instrumentos financeiros criados pelo governo e pelo sistema bancário. Devido ao viés com que a tabela foi construída, esta diferença é superestimada em Israel e subestimada no Brasil. Mas, mesmo assim, os ativos indexados parecem ocupar um lugar bem mais proeminente no portfólio do público em Israel do que no Brasil, sendo quase três vezes maior no primeiro, e até maior se se computarem os empréstimos compulsórios<sup>(30)</sup>. Este resultado é bastante surpreendente, pois o Brasil tem uma longa história de inflação continuada a taxas que superavam consideravelmente aquelas experimentadas por Israel

---

(29) Entretanto os mesmos foram incluídos nos dados brasileiros. Os dados para as obrigações indexadas mantidas pelo público israelense incluíam, por seu lado, as obrigações mantidas por fundos unitários de crédito e pelos fundos voluntários de pensão dos empregados autônomos, que foram tratados como uma proxy para os títulos mantidos diretamente.

(30) Estes empréstimos compulsórios não devem ser comparados à poupança forçada brasileira através de FGTS, do PIS e do PASEP, que são fundos de previdência social, cuja contrapartida em Israel são os fundos administrados pelo Instituto Nacional de Seguros. Deve-se apontar também que alguns dos certificados de empréstimo compulsório já eram também comercializáveis na época.

TABELA 2

## DISTRIBUIÇÃO DOS ATIVOS LÍQUIDOS MANTIDOS PELO PÚBLICO — BRASIL E ISRAEL, 1973

	BRASIL		ISRAEL (A)		ISRAEL (B)		TOTAL
	MILHÕES Cr\$	%	MILHÕES IL	%	MILHÕES IL	%	
<b>TOTAL</b>	141.887	100	22.320	100	29.660	100	
<b>Não indexados</b>	117.002	83	11.620	52	11.620	39	<b>Não Indexados</b>
Meios de Pagamento	90.490	64	7.392	33	7.392	25	Meios de Pagamentos
Depósitos a prazo	26.512	19	4.228	19	4.228	14	Depós. a prazo etc.
<b>Indexados</b>	24.885	17	10.700	48	18.040	61	<b>Indexados</b>
ORTN	4.504	3	7.100	32	7.100	24	Obrig. Indexadas
Letras imobiliárias	6.259	4	—	—	7.340	25	Emp. Compulsórios
Depós. de poupança	14.122	10	3.600	16	3.600	12	Depós. de poupança

FONTES: Brasil — Dados sobre as OrtNs mantidas pelo público (incluindo as mantidas pelas companhias de seguros, bancos comerciais e de investimentos, exceto para a reserva compulsória) em PASTORE et al., *op cit.* Veja também as notas e fontes da Tabela 1.

Israel — Bank of Israel, **Annual Report, 1974**, tabela XVI — 2 (depósitos a prazo, incluindo empréstimos governamentais de curto prazo; obrigações indexadas incluindo as mantidas por fundos unitários de crédito e fundos de previdência dos trabalhadores autônomos). Empréstimos compulsórios do State Comptroller, **Annual Report n.o 25** (hebraico).

antes de 1973<sup>(31)</sup>. Conforme se admite, naquele ano, a taxa de inflação israelense de 20% excedeu a brasileira em 16%. E com a inflação subindo para 40% em 1970, o público reagiu elevando a parcela de ativos indexados de 48 para 61% do total de seus ativos líquidos. Entretanto, já em 1972, com uma taxa de inflação de apenas 13%, esta parcela foi de 38% — mais do que o dobro desta razão no Brasil. Em contraste com a experiência israelense, esta parcela no Brasil parece não correlacionada com a inflação elevando-se em dois degraus discretos do nível de 11% nos anos 1966-1968 para 13% em 1969, e 17,18% em 1970-1973. Parte da diferença desta propensão a manter ativos indexados pode se dever às diferenças de expectativa. No caso israelense, os últimos anos aqui referidos tiveram inflação rapidamente crescente. No Brasil, por outro lado, a inflação tem se desacelerado desde o meio dos anos sessenta. Porém, aventuramo-nos a opinar que pelo menos parte disso se deve às imperfeições das práticas de correção monetária no Brasil, por um lado, e à grande ajustabilidade das taxas de juros nominais aí existentes, do outro. Estes dois fatores fazem com que as obrigações e depósitos indexados sejam menos atrativos no Brasil que em Israel, quando comparados aos outros ativos financeiros não indexados.

Em geral as práticas brasileiras e israelenses de indexação de títulos diferem com respeito a índice de preços adotado, método de cálculo da correção monetária e frequência de seu pagamento. Nenhum índice pode ser apontado como o “correto” para todos os propósitos da indexação, especialmente se se considera também a indexação dentro do setor privado, e a ligação das transações referentes à compra futura de um bem específico (por exemplo, habitações), em particular. À medida, entretanto, que se considere o débito público, considerações de equidade e política econômica têm que ser levadas em conta. A adoção em Israel, por este motivo, do IPC, índice também usado para a indexação salarial, pode ser atribuída a estas considerações bem como sua rápida disponibilidade no tempo em que a indexação dos instrumentos de débito foi inicialmente introduzida. Entretanto, diferentemente ao cálculo do COLA, a indexação dos títulos é cem por cento mecânica, não sujeita nem

---

(31) Pelos padrões mundiais dos anos recentes e certamente pela experiência brasileira do início dos anos 60, o período no qual a indexação dos débitos foi praticada em Israel foi de inflação bastante suave. Apenas em 1971, pela primeira vez desde 1954, a elevação do IPC superou 10%.

a ajustamentos sazonais nem a outros ajustamentos ou intervenções **ad-hoc**. Com a aceleração da inflação nos últimos anos, e em particular seguindo a exclusão parcial dos efeitos das desvalorizações do IPC dos cálculos do COLA, tem-se argumentado que isso discrimina em favor dos rentistas do capital, comparados aos do trabalho. O contra-argumento justificando o tratamento diferencial da renda do capital em relação à do trabalho diz que, de modo não semelhante ao salário, uma vez que uma transação de capital de médio ou longo prazo tenha sido feita, não é mais possível uma renegociação. Assim, enquanto a subcompensação do COLA pode ser corrigida através do processo de barganha coletiva, não existe um mecanismo complementar correlato no mercado de capitais.

Como já se descreveu na discussão da indexação salarial, a inclusão do índice de mudança dos preços proveniente de fora do setor privado restringe a liberdade governamental em suas políticas cambial e de impostos indiretos. Por exemplo, o consumo privado em Israel, avaliado a preços de dezembro de 1973, somou cerca de 25 bilhões de IL. Porém o estoque total de títulos, depósitos de poupança e empréstimos compulsórios, mantidos pelo público, cuja indexação é em último caso, paga pelo governo, somou naquela época 18 bilhões de IL. Supondo que um imposto geral sobre o consumo fosse totalmente transferido adiante, 73% de seu produto teria que ser pago de volta ao público, no fim das contas, sob a forma de diferenciais de indexação. Tal situação poderia ser evitada pela utilização alternativa do deflator do PNB ao **preço dos fatores**. Todavia, o custo de construir tal índice, que deveria ser calculado, sem muita defasagem, em bases mensais, parece proibitivo.

O uso no Brasil do índice de preços-disponibilidade interna (IPD) ofereceu uma resposta à questão dos efeitos diretos da relação de trocas. Contudo, isso é, de qualquer modo, pouco relevante no Brasil, onde a razão entre seu comércio exterior e o PNB é baixa. De outro modo, os serviços são excluídos do IPD. Como alguns autores indicaram, “enquanto a inflação permanece alta, a escolha do índice é relativamente pouco importante”<sup>(32)</sup>. E houve também a já referida evolução dos salários. Em economias mais desenvolvidas, entretanto, a inflação tende a fortalecer o aumento secular do preço relativo dos

---

(32) A. FISHLOW — “Indexation Brazilian Style: Inflation Without Tears” *Brookings Papers*, 1974, pp. 263.

serviços. Espera-se então que sua exclusão reduza grandemente a atração de títulos indexados.

A inflação usualmente não evoluiu a uma taxa constante. Isso levanta a questão sobre a base do índice com que a correção monetária deve ser calculada quando da compra ou liquidação do título, no período entre a publicação do índice válido para dois períodos sucessivos de medida. Por razões práticas, os índices de preços são calculados como médias de períodos, ao invés de continuamente, e se tornam disponíveis com certa defasagem temporal. A correção monetária, via de regra, é computada comparando-se as médias de nível de preços de igual duração e com igual defasagem. A indexação perfeita pode ser atingida apenas se a taxa de inflação **durante** as medidas e o período de defasagem que precede o momento atual da liquidação do título for a mesma que a que precedeu o período atual de sua compra. A divergência entre as duas não deve ser de muita importância quando o período de tempo relevante é curto. Mas no Brasil os níveis de preços para calcular a correção monetária são médias móveis trimestrais, sofrendo uma defasagem de três meses<sup>(33)</sup>. Em Israel, são médias mensais, defasados de apenas duas semanas. No entanto, mesmo aí, a ocorrência de uma elevação dos preços súbita e considerável torna possível ao prestador ligar seu capital a um índice menor que o que prevaleceu de fato no período<sup>(34)</sup>.

As obrigações reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTNs) são emitidas no Brasil para períodos de 2 a 5 anos, e houve mesmo tentativa de emitir obrigações de um ano. Em Israel os títulos indexados são emitidos para períodos apenas de quatro anos ou mais. Basicamente esta diferença reside na frequência com que se paga a correção monetária. Nos casos extremos, pode-se pensar em pagar a correção monetária correntemente, junto, digamos, com o pagamento duas vezes por ano dos juros, ou

---

(33) V., por exemplo, José Roberto NOVAES DE ALMEIDA — “Indexation of ORTNs: Manners of Calculation”, *Conjuntura Econômica*, dezembro, 1974.

(34) Para compensar o atraso na disponibilidade das estatísticas de preço, o governo brasileiro se valeu nos últimos anos da imputação da taxa prevista da inflação para os dois meses que precedem o mês da compra e o mês da liquidação. Porém, como não se corrigem ex-post as previsões erradas, este não constitui um procedimento apropriado de correção monetária (e compare-se a discussão anterior sobre o uso de uma taxa estimada na fórmula salarial).

então de sua acumulação até a maturidade<sup>(35)</sup>. O primeiro caso corresponde à visão que considera a correção monetária um modo de calcular a taxa nominal de juros corretamente; o segundo à visão que a considera um modo de preservar o valor real do principal. Com mercados de capitais perfeitos, os dois sistemas afetam a riqueza do indivíduo do mesmo modo<sup>(36)</sup>. Porém, mesmo assim, seus efeitos monetários são diferentes. A menos que o público esteja disposto a reinvestir periodicamente a mesma quantia real em obrigações do governo, a concentração em empréstimos indexados de curto prazo resultará em aumentos de preços, sendo ao menos em parte, acomodados em um período curto de tempo pela expansão monetária necessária para pagar a correção monetária.

Uma estrutura de prazo altamente concentrada de débitos de longo prazo indexados contratados em um período inflacionário, de outro lado, pode resultar em uma longa oscilação cíclica da expansão monetária. Porém a importância de tais ciclos será provavelmente ofuscada pelo crescimento da renda real.

A diferença entre as estruturas de prazos de débitos indexados nos dois países pode possivelmente ser atribuída à taxa de inflação, mais elevada no Brasil, no longo prazo, que em Israel. Entretanto, vale mencionar que, com a recente aceleração da taxa de inflação em Israel, o público passou a considerar os títulos com pequeno prazo de maturação como um substituto próximo dos ativos monetários<sup>(37)</sup>. Consequente-

---

(35) Títulos reajustáveis de poupança emitidos no Brasil traziam a opção de recebimento corrente dos pagamentos da correção monetária (veja Kul B. BHATIA — "Index-Liking of Financial Contracts: A survey of the State-of-the-Arts", I.B.R.D., Staff Working Paper n.º 192, novembro, 1974). Por outro lado, em Israel pelo menos um título de 8 anos pagou juros acumulados e diferenciais de correção a cada quatro anos, ao invés de fazê-lo na maturidade.

(36) Devemos notar aqui o argumento de que a correção monetária não preserva realmente a riqueza dos indivíduos, pois é paga em última instância através de taxas extras cobradas a eles. V., por exemplo, R. J. BARRO — "Are Government Bond Net Wealth", J.P.E. nov. — dezembro, 1974, pp. 1095-1117, para a aplicação deste argumento ao débito público em geral. Porém, este argumento parece se basear em uma falácia de composição: a distribuição pessoal dos impostos não é conhecida com certeza a priori e não é afetada pela decisão de um indivíduo de comprar uma obrigação governamental.

(37) V., por exemplo, Bank of Israel — **Annual Report 1974**.

mente um apoio considerável foi ganho pela versão de que a indexação deve se reservar apenas às obrigações de longo prazo, ou, no possível, apenas às pessoas que as mantiverem por longo prazo.

Um problema peculiar que se deve mencionar aqui é o da “indexação em um país”. Em um regime de taxa de câmbio constante pode se tornar extremamente lucrativo para os estrangeiros comprar os títulos de um país com indexação — caso consigam garantir o repatriamento de seus capitais antes que a taxa de câmbio tenha sido finalmente ajustada após o desencadeamento de pressões inflacionárias. O país com indexação pode, assim, se ver na situação de estar tomando empréstimos do exterior a taxas de juros consideravelmente acima das que nele prevalecem. Em Israel, o escopo de tais operações foi muito limitado, devido aos regulamentos de controle cambial. Todavia, caso não existissem, este custo externo da indexação poderia ser considerável. Mesmo se a taxa cambial for ajustada com bastante frequência, como no sistema brasileiro de minidesvalorizações, a presença da inflação em outros países fará com que fique defasada em relação ao nível doméstico de preços, mantendo atraente a compra de títulos indexados por parte dos estrangeiros. Parte da elevação das divisas acumuladas pelo Brasil nos anos recentes foi atribuída por algumas autoridades como, de fato, devida a este fator<sup>(38)</sup>. O problema seria provavelmente muito mais sério se a indexação fosse introduzida por uma das principais nações cujas moedas correntes servem de reservas, especialmente se a inflação nesta tende a se elevar mais rapidamente que no resto do mundo.

No lado do débito dos títulos mantidos pelo público ‘vis-à-vis’ o governo e o sistema financeiro, as necessidades da indexação em ambos os países refletem a presença de pressões políticas. Em vista da considerável divergência entre a correção monetária tal como é aplicada aos salários e ao capital, não é surpreendente, talvez, que as hipotecas oferecidas pelo Banco Nacional da Habitação sejam ligadas ao salário mínimo, ao invés de o serem ao índice de preços. Contudo, um pedido bastante similar de indexar as hipotecas aos pagamentos do COLA

---

(38) BAER E BECKERMAN — *Op. cit.* O comprador estrangeiro das ORTNs brasileiras goza de uma proteção adicional contra a desvalorização através da opção de indexação da taxa de câmbio que estas obrigações oferecem.

encontrou bastante apoio em Israel<sup>(39)</sup>. Tal pressão para alinhar os juros e amortizações hipotecárias às rendas deve ser esperada, provavelmente, em qualquer país que considere a habitação como responsabilidade governamental<sup>(40)</sup>.

Talvez seja ilustrativo do elemento político envolvido que os dados sobre o uso da indexação nos créditos concedidos ao público não sejam facilmente obtidos em qualquer dos dois países, especialmente partindo de fontes governamentais. Conforme mencionado na seção anterior, a indexação dos empréstimos cedidos com fins desenvolvimentistas foi abandonada em Israel. O mesmo parece verdadeiro no Brasil, onde muito da chamada indexação de empréstimos ao público é apenas uma forma de cobrar taxas de juros nominais mais elevadas, independente da evolução efetiva do processo inflacionário durante a duração dos empréstimos, ou então uma cláusula que impõe um teto a sua indexação, garantindo que a correção monetária será menor que a taxa de inflação<sup>(41)</sup>. Em ambos os países, o argumento por uma virtual isenção da indexação sobre os empréstimos com fins desenvolvimentistas tem sido o da necessidade de subsidiar o investimento real. Deve-se, entretanto, apontar que a taxa de subsídio concedida dessa forma dependerá da taxa de inflação e não de qualquer consideração real. Adicionalmente, quando a taxa de inflação exceder a esperada na data em que o empréstimo foi concedido, este subsídio contém um elemento da renda pura, acima e em excesso do que o necessário para os investidores. Sendo os empréstimos desenvolvimentistas, tanto no Brasil quanto em Israel, concedidos através de fundos imobilizados pelo governo com o uso de títulos indexados, a não indexação dos primeiros terá na prática efeitos redistributivos consideráveis no longo prazo.

Finalmente, deve-se levantar a questão de porque, em ambos os países, as empresas privadas, não emitem títulos indexados próprios. Uma explicação frequentemente dada se situa no

---

(39) Por um curto período, em meados dos anos 60, as novas hipotecas foram, de fato, indexadas ao COLA. V. A. CUKIERMAN — "Index Linked Mortgages in Israel". The Foerder Institute for Economic Research: Tel Aviv University, Working Paper n.º 60, outubro de 1974.

(40) Compare Ingemar STAHL — "The Rise and Fall of Index Loans in Sweden", Skandinaviska Enskilda Bankem, *Quarterly Review*, 1975/1, 14-20.

(41) BAER e BECKERMAN — *Op. cit.*

medo dos emprestadores de que os preços dos bens que lhes dão rendimentos fiquem defasados em relação ao nível geral de preços.

Este argumento implica que se espera que os preços relativos variem mais, quanto maior for a taxa de inflação. Porém, quando, num exame preliminar, a dispersão relativa anual dos preços de 10 grupos principais que compõem o IPC foi regredida sobre a taxa anual de inflação, o resultado para o Brasil, para os anos 1962-1970, foi:

$$V = 0,09 + 4,60 x^{-1} \quad R^2 = 0,573$$

(0,24) (1,5)

e para Israel, nos anos de 1956-1972, foi<sup>(42)</sup>:

$$V = 0,37 + 1,25 x^{-1} \quad R^2 = 0,653$$

(0,11) (0,23)

Investigações adicionais, com dados mais desagregados, podem inverter este achado de decréscimo da dispersão relativa dos preços com a inflação. E, adicionalmente, o receio de uma intervenção governamental direta sobre os preços pode ter desempenhado um papel maior nas expectativas individuais de preços que a experiência agregada passada efetiva. Tanto no Brasil quanto em Israel, a inflação foi acompanhada por tentativas de “suprimi-la”, quer através de controle dos preços, ou da persuasão ladeada de pressões. E mesmo em economias mais orientadas para o mercado são precisamente as grandes empresas de produção variada, capazes de comandar o mercado a favor de seus títulos indexados, que serão objeto da política governamental da “orientação” congeladora de preços.

No Brasil, e em Israel, de qualquer modo, o fato de as empresas não lançarem obrigações indexadas (exceto as lastreadas por obrigações governamentais indexadas) se deve provavelmente, primeira e principalmente, ao domínio governamental de seus respectivos mercados de capitais. A disponibilidade de empréstimos não indexados com fins desenvolvi-

(42) V.D. JAFFEE, e E. KLEIMAN — “The Welfare Implications of Uneven Inflation”, trabalho apresentado na conferência do I.E.A sobre a Teoria da Inflação e a Política Antiinflacionária 1975. Resultados similares foram obtidos para outros onze países lá examinados.

mentistas, por um lado, e as isenções fiscais sobre as obrigações governamentais de outro, tornou os empréstimos privados de longo prazo tanto desnecessários quanto excessivamente caros.

### 3.3. Impostos

Na primeira parte deste trabalho a indexação foi definida como o ajustamento mais ou menos automático dos valores nominais às variações do nível de preços. No caso dos impostos, isto significa apenas impedir que a inflação altere a carga fiscal imposta sobre um dado valor real. Em termos práticos, isto requer a deflação pelo índice de preços de todos os rendimentos e valores sujeitos a uma taxa mínima de impostos e das faixas do imposto de renda sobre as quais incide a tarifa progressiva. A primeira destas medidas foi adotada na prática, no Brasil, ao se permitir a revalorização contínua, tanto dos ativos depreciáveis quanto do capital do giro.

Em Israel tais revalorizações foram permitidas apenas em certo número de ocasiões, usualmente quando ocorreram desvalorizações discretas grandes da taxa de câmbio. Como um substituto para os ajustamentos contínuos, o governo conforme se viu na seção precedente, confiou na ação de vários mecanismos contrabalanceadores, tais como as isenções tarifárias e créditos de curtíssimo prazo de depreciação (quick depreciation write-offs).

Embora até recentemente a indexação das faixas de imposto de renda não fosse praticada em Israel, supõe-se que tenha sido praticada pelas autoridades fiscais do Brasil. Entretanto, esta impressão parece se dever em parte ao modo como este termo é interpretado no Brasil, que difere da interpretação subjacente à presente discussão. "Indexação" no Brasil passou a significar qualquer ajustamento que leve em conta as variações do nível geral de preços. Assim, a evolução do índice de preços é levada em consideração para os propósitos de revalorização das faixas do imposto de renda. Porém esta prática não parece ter sido automática e de acordo com um sistema de regras disponíveis a todos<sup>(43)</sup>

---

(43) No início da década de sessenta, as faixas de incidência do imposto de renda eram definidas no Brasil como múltiplas do salário mínimo. Mais tarde, ou o salário mínimo ou o índice de preços utilizado para o ajustamento das faixas de incidência do imposto. Porém, serviam mais como indicadores que como regras automaticamente seguidas.

A antiga recusa do governo israelense em indexar seus impostos pode ser explicada em parte pelas menores taxas de inflação experimentadas pelo país. Durante um longo período, o crescimento rápido das rendas reais, por um lado, e a aplicação de vários remédios parciais, do outro, pode ofuscar a erosão causada pela inflação no sistema fiscal. Porém, mais do que as condições que o facilitaram, o comportamento do governo foi determinado por considerações de equidade e de política econômica. Na crença, agora já enterrada de há muito, à eficácia dos estabilizadores automáticos, o “empecilho fiscal” tem um papel preponderante. Reconhece-se em geral que as pressões inflacionárias em Israel eram geradas, na maior parte das vezes, pela expansão do setor público. Combinadas com as políticas de crédito fácil que visariam a encorajar o crescimento, isso deixou o lado das receitas orçamentárias como o principal, se não o único, instrumento de combate à inflação. A elasticidade “natural” do imposto progressivo em relação à inflação era então considerada uma alternativa à elevação das próprias alíquotas. Que as duas medidas não eram substitutas perfeitas é evidente, caso se parta do outro papel benéfico que as autoridades fiscais atribuem aos efeitos inflacionários: o de reduzir as desigualdades da distribuição de renda.

De fato, nenhum objetivo foi atingido em grau satisfatório. Uma vez que a taxa marginal do imposto de renda é objeto de um limite superior, a inflação resultou no estreitamento da escala de renda real a que se aplicava a taxa progressiva, conduzindo a um número crescente de contribuintes para a faixa de taxa marginal constante. Assim, a inflação teve o efeito de diminuir apenas a desigualdade dentro dos grupos de pequenos e médios assalariados. Adicionalmente, com elevadas alíquotas se aplicando a rendas reais sucessivamente menores, observaram-se evasões e fraudes fiscais, dos tipos já mencionados anteriormente em proporção crescente. Isto também reduziu bastante qualquer efeito antiinflacionário que o “empecilho fiscal” pudesse ter tido em princípio.

A experiência israelense, com ausência de indexação dos impostos, bem como o fato de que o Brasil teve de introduzi-la em certa extensão, aponta os limites da confiança nos estabilizadores automáticos pelo menos do lado das receitas. Parece que não se pode, por omissão, atingir nem a equalização da renda, nem um aumento da carga fiscal real, em grau significativo. Alguns movimentos induzidos pela inflação neste sentido

podem ser possíveis, desde que pequenos, e portanto de pouca importância. Porém, sob a inflação rápida, as magnitudes que assumem podem por si impedir a satisfação dos objetivos. O governo israelense pôde se aproveitar dos efeitos dos estabilizadores de um sistema fiscal não indexado apenas porque (e não enquanto que) a inflação foi suave.

No Brasil, onde a alta taxa de inflação os tornara bastante necessários, tais estabilizadores tiveram que ser abandonados ao se permitir certo grau de indexação dos impostos, precisamente pela mesma razão pela qual eram necessários. Se a redução da estabilização fiscal automática é um dos argumentos contra a indexação, parece que a evidência atual o enfraquece bastante.

Em um aspecto de grande importância especialmente para os países em desenvolvimento, a indexação dos impostos pode trazer os efeitos estabilizadores supostamente perdidos pela sua prática. O aspecto a que se refere é o das multas e penalidades fiscais. Quanto mais rápido o declínio do poder de compra da moeda, maior o incentivo para se atrasar o pagamento dos impostos, mesmo se as multas forem aumentadas por certa taxa de juros de mora nominal. Além dos efeitos desestabilizadores para o sistema fiscal, o acúmulo de débitos fiscais não indexados afeta também a distribuição da renda, pois os assalariados podem se aproveitar desta situação em grau muito menor que os empregados autônomos e as sociedades anônimas. Tanto a experiência de Israel quanto a do Brasil, antes que a indexação das penalidades fiscais fosse introduzida, sublinham a importância deste fenômeno.

Finalmente, há a questão de como a indexação afeta o aspecto fiscal da própria inflação. Ao reduzir o valor real do débito interno do governo e das autoridades monetárias, a inflação transfere poder de compra do setor privado para o setor público. Se o débito público fosse contratado exclusivamente para o financiamento do consumo público, o imposto inflacionário seria idêntico à redução do valor real dos estoques de papel-moeda em circulação<sup>(\*\*\*)</sup> não indexado e de títulos governamentais. O grande envolvimento dos governos tanto do Brasil como de Israel nos mercados de capitais em seus países significa, entretanto, que o setor público não é apenas um devedor, mas também um credor do setor privado. É, portanto, a posição doméstica líquida do setor público que determina a magnitude, e mesmo o sinal, do imposto inflacionário.

---

(\*\*\*) N.T.: — (...) "outside money" no original.

O estabelecimento da posição governamental como credora coloca alguma dificuldade, pois, em ambos os países, a maior parte dos créditos que concedem é efetuada por agências e instituições financeiras que gozam de graus diferentes de independência. Em particular, é praticamente impossível apontar em que extensão o governo fica encarregado de cobrir as perdas causadas aos bancos e instituições financeiras pela não indexação de empréstimos concedidos por sua recomendação.

As estimativas da base do imposto inflacionário apresentadas na Tabela 3 constituem assim apenas indicadores aproximados<sup>(44)</sup>. No entanto, sugerem que, em ambos os países, a inflação não pode mais ser considerada como instrumento de transferência de recursos do setor privado para o setor público. No Brasil, o imposto inflacionário teve uma magnitude de ordem de 2 a 3% do PNB. Em Israel, foi perto de zero. De fato, as estimativas presentes provavelmente superestimam a base do imposto, pelo menos no caso de Israel. Parte da intervenção governamental, no mercado de capital, foi conseguida através da garantia da indexação dos empréstimos de longo prazo concedidos pelas instituições financeiras para os propósitos aprovados pelo primeiro, bem como através de subsídio aos créditos de curto prazo alocados pelo governo estendido pelos bancos comerciais às empresas privadas. Este último tipo de subsídio foi também praticado pelo governo brasileiro. Se estas práticas fossem levadas em conta, as estimativas da taxa inflacionária teriam sido consideravelmente reduzidas. De fato, em um estudo minucioso da inflação brasileira, estimou-se que mais de 90% da receita bruta propiciada pelo imposto inflacionário no período de 1969-72 foram repassados por fim ao setor privado; uma estimativa similar para Israel mostra que o imposto inflacionário nos últimos anos tem sido negativo e de

---

(44) Ao estimar o estoque de papel-moeda em circulação não indexada no Brasil, deduzimos da base monetária estimada as reservas do sistema bancário mantidas sob a forma de títulos indexados (ORTNs) e os depósitos das instituições públicas no Banco do Brasil. Os descontos do Banco do Brasil não foram incluídos no crédito não indexado do setor público concedido ao setor privado, porém todos os empréstimos com fins desenvolvimentistas foram considerados como não indexados. Em Israel tentamos deduzir os empréstimos às instituições governamentais, não repassados ao público, do estoque de empréstimos desenvolvimentistas de longo prazo concedidos pelo tesouro.

TABELA 3

A BASE DO IMPOSTO INFLACIONARIO — 1973

	BRASIL	ISRAEL
	MILHÕES DE CR\$	MILHÕES DE IL <sup>(a)</sup>
Moeda Corrente em circulação	18.700	2.700
Ativos líquidos não indexados dos bancos comerciais <sup>(b)</sup> .	14.150	3.600
Títulos governamentais não indexados mantidos pelo público <sup>(c)</sup> .	6.150	400
Empréstimos governamentais não indexados ao setor privado <sup>(a)</sup> .	-28.500	-6.500
Líquido	10.500	200
Tomado como percentagem do PNB	2,7	0,5

(a) Os dados sobre os débitos em Israel são de 31/3/1974.

(b) Brasil: Depósitos no Banco do Brasil menos os depósitos das empresas públicas mais as LTNS mantidas pelos bancos comerciais.

Israel: Ativos líquidos dos bancos comerciais

(c) Brasil: LTNs mantidas pelo público menos as mantidas pelos bancos comerciais

Israel: Empréstimos governamentais de curto prazo.

(d) Brasil: Empréstimos ao setor público, exclusive os redescontos.

Israel: Crédito do Ministério da Fazenda menos os empréstimos às empresas e autarquias governamentais (estimados em 1 bilhão de IL).

FONTES: BRASIL — PASTORE ET AL — OP. CIT, Tabela IV (depósitos líquidos no Banco do Brasil; empréstimos do setor público) e Tabela XIII (LTN em posse do público e dos bancos).

ISRAEL — Bank of Israel, Annual Report 1974, Tabela XVIII — 4 (ativos, líquidos dos bancos) e Tabela VI (empréstimos governamentais de curto prazo); State Comptroller, Annual Report n.º 25, (hebraico), p. 88 (créditos do Ministério da Fazenda).

magnitude considerável<sup>(45)</sup>. Em outras palavras, a inflação resultou em uma transferência de recursos do setor público para o setor privado!

Este resultado é obviamente o inverso do fenômeno comentado antes, segundo o qual a existência de títulos governamentais indexados resulta em que grande parte da receita dos impostos inflacionários retorne ao público na indexação. Todavia, embora a indexação de qualquer modo pudesse forçar uma diminuição da base do imposto inflacionário, não poderia por si eliminá-lo completamente, e certamente não poderia tornar negativo. A indexação, especialmente de reservas do sistema bancário, dificilmente reduz o volume de papel-moeda não indexado em circulação e das obrigações do governo do Brasil, que caiu apenas de 11 para 10% do PNB entre 1964 e 1963<sup>(46)</sup>. Foi, portanto, a rápida expansão dos empréstimos concedidos pelo setor público que quase eliminou completamente o imposto inflacionário.

#### 4. CONCLUSÕES

Os dois países onde a indexação generalizada tem sido aplicada nos últimos anos, o Brasil e Israel, diferem consideravelmente em seu desenvolvimento econômico e em sua estrutura político-social. Entretanto, e talvez devido a isso, as similaridades e diferenças no modelo pelo qual a indexação opera nestes dois países podem permitir extrair algumas conclusões quanto a sua operação em geral. A primeira e mais marcante similaridade reside nos efeitos da inflação sobre o mercado de capitais. Alguns destes, como a cobrança de elevadas comissões pelos bancos, a imposição de depósitos colaterais para a concessão de empréstimos, o fluxo de fundos que abandonam os depósitos nos bancos para a corretagem de títulos (ou no Brasil para o mercado de letras de câmbio) podem ser atribuídos, em grande parte, à existência nestes países de leis de usura a restringir as taxas de juros nominais. Contudo, dada a incerteza

---

(45) V. PASTORE et al. — *Op. cit.*, Tabela X, e E. KLEIMAN — “Inflation and the Redistribution of Public Wealth”, *Economic Quarterly*, n.º 83, dez., 1974 (hebraico).

(46) Estimado similarmente à Tabela 3, exceto que as reservas dos bancos comerciais foram incluídas na base tarifária não indexada.

envolvida, é altamente duvidoso, caso elas não existissem, que o desaparecimento virtual dos empréstimos e financiamentos de longo prazo poderia ter sido evitado.

A outra similaridade menos frequentemente notada, decorre de que, em ambos os países, a indexação, pelo menos dos instrumentos financeiros, não se generalizou antes que a inflação começasse a desacelerar. As obrigações indexadas foram primeiro emitidas no Brasil em 1964, ano em que os preços se elevaram 92%. Porém, pensando em termos quantitativos, dificilmente estiveram em evidência antes de 1966 ou 1967, quando a inflação já tinha baixado para 40 e 24% ao ano, respectivamente. Em Israel, a primeira emissão de títulos indexados apareceu no mercado em 1955, quando a inflação foi de apenas 6%, muito abaixo do pico que atingiu em 1952 da ordem de 58%. Um empirismo casual sugeriria que a indexação não afeta a taxa de inflação; nos primeiros quinze anos após sua introdução, em Israel, a inflação anual foi em média de 5%, enquanto que, no Brasil, decresceu de 25% nos anos de 1967-1968 para 16% em 1972-1973. Todavia, não impediu que os preços em ambos os países se elevassem mais de 40% em 1974.

Um exame mais pormenorizado revela, porém, que a indexação mais rigorosamente definida foi praticada em um grau muito menor do que se sugere às vezes. A impressão de que a indexação seja total no Brasil se deve parcialmente ao sentido bastante amplo com que o termo correção monetária é usado neste país, cobrindo praticamente todas as alterações dos valores nominais nas quais se utiliza algum índice oficial como indicador básico, bem como por sua utilização para descrever os pagamentos compensatórios para as evoluções esperadas, e as realmente ocorridas do nível de preços. Além disso, a indexação ex-post é algumas vezes restrita a tetos máximos, e a intervenção discricionária do governo em sua determinação parece frequente. O tipo mais automático de indexação praticado em Israel, por outro lado, revelou-se politicamente de difícil manutenção em certas esferas, e foi abandonado, de fato, no que tange à maior parte dos devedores do governo. Assim, nenhum dos sistemas comparados aqui pode ser descrito como provendo um exemplo real de uma economia plenamente indexada. A experiência destes dois países pode mesmo indicar que tal indexação plena, quaisquer que sejam suas falhas ou méritos, é politicamente inatingível. Pode ser que pesquisas adicionais, tanto teóricas quanto empíricas, devam prestar mais atenção aos problemas que emergem da indexação parcial que aos problemas

causados pela indexação total. Com relação ao setor indexado, existe a questão no sentido de se a indexação deva ser homogênea, isto é, ter condições idênticas e o mesmo índice. Em face das diferenças da disponibilidade de mecanismos suplementares, realmente se justificam indexações diferenciais. Entretanto, a história da indexação das hipotecas em ambos os países é ilustrativa das considerações sociais e políticas que podem tornar preferíveis os procedimentos uniformes, bem como um índice único, aos métodos economicamente mais sofisticados.

Em ambos os países, encontrou-se que a base do imposto inflacionário foi quase que totalmente eliminada. Contudo, especialmente em Israel, isto se deveu não tanto à indexação do débito público como a sua ausência nos créditos concedidos pelo governo (se os subsídios assim concedidos são considerados como objetivo final para o qual se impôs a tarifa, não deve necessariamente ser considerado um mau resultado). Foi decorrência da crença na intervenção estatal que, não obstante suas dissimilaridades políticas, caracterizou os governos de ambos os países. Em economias mais orientadas para o mercado, a indexação não teria sido acompanhada, provavelmente, por tanta ação discricionária. Porém, o tamanho potencial do subsídio que se pode conceder desta maneira pode tornar difícil a resistência para um governo com tendências mais intervencionistas.

A eliminação do imposto inflacionário, entretanto, tem constituído um dos argumentos principais contra a indexação, dado que isso é exatamente o que representa o efeito realimentador da inflação atribuído à indexação. Tem-se sugerido que o imposto inflacionário deva ser preferido às outras tarifas alternativas consideradas. Não obstante, a transferência de poder de compra do setor privado ao público é apenas um produto lateral (\*\*\*) das redistribuições maiores dentro do próprio setor privado. Então, quando isto é levado em conta, pelo menos em termos de equidade, o imposto inflacionário tem pouco a recomendá-lo. Enquanto que esta taxa é o meio pelo qual a inflação pode se esgotar "naturalmente", os efeitos redistribuídos que a acompanham são precisamente aqueles pelos quais a inflação é geralmente considerada como indesejável.

Finalmente, vale a pena comparar a direção pelo qual a indexação se generalizou historicamente nos dois países aqui considerados. A indexação no Brasil era originalmente restrita ao

---

(\*\*\*) N.T.: — (...) "by-product", no original inglês.

capital. Os salários eram completamente não indexados durante um longo período, e mesmo a fórmula empregada em anos recentes não permite sua correção monetária na mesma extensão que para o capital. Em Israel, por outro lado, a indexação dos salários precedeu por muitos anos a indexação dos instrumentos financeiros. Assim, em Israel a indexação foi introduzida primeiramente devido a considerações de equidade, para proteger a renda do trabalho. No Brasil, ela foi introduzida basicamente devido a considerações alocativas, no sentido de incrementar a acumulação de capital e melhorar sua alocação. As atitudes políticas em ambos os países provavelmente tiveram muito a ver com a sequência pela qual se adotou a indexação (talvez, seja indicativo da atitude israelense o fato de que, cronologicamente, os depósitos de poupança foram os últimos a serem indexados). Entretanto, sob a pressão de forças políticas e sociais, mais cedo ou mais tarde ambos tiveram que modificar suas posições originais: Israel em prol da indexação dos ativos financeiros, e o Brasil em prol de certo tipo de indexação salarial ex-post. Tem-se sugerido algumas vezes que, se os países mais desenvolvidos tiverem de introduzir a indexação, deveriam fazê-lo baseados apenas em considerações de equidade, e limitá-la à proteção dos membros mais fracos e mais vulneráveis da sociedade; ou então que deveriam restringi-la apenas aos débitos de longo prazo cuja extrema má alocação é difícil de remediar por outros meios. As experiências brasileira e israelense indicam que tal introdução restrita de indexação pode, na prática, ser impossível.