

# Correção Monetária no Brasil (\*)

Werner Baer e  
Paul Beckerman(\*\*)

## SUMÁRIO

Após rever as distorções que a inflação causou no Brasil, os autores descrevem o sistema de correção monetária introduzido durante a década de 60 com o fim de evitar tais distorções e reconstruir o mercado de capitais. Segue-se uma análise do impacto de correção monetária sobre diversos tipos de instrumentos de poupança, na distribuição de crédito e no balanço de pagamentos. A última parte do trabalho trata dos efeitos da correção monetária sobre a inflação, a alocação de recursos, a distribuição de renda e a coleta de dados adequados.

## 1. INTRODUÇÃO

Nos últimos anos os responsáveis pela política econômica do Brasil têm procurado neutralizar as distorções produzidas pela persistente inflação do país. Sua arma principal consistiu na aplicação geral da correção monetária, isto é, o reajuste automático dos ativos, de instrumentos de débito e de alguns preços em intervalos periódicos, a fim de compensar a inflação. Imple-

---

(\*) Os Autores gostariam de agradecer a útil colaboração de Donald Coes, Charles Stolper, e Annibal V. Villela. Os erros são naturalmente de sua inteira responsabilidade. Traduzido do original inglês «Indexing in Brazil», *World Development*. Apresentado nos «Seminário sobre Indexação», realizado em fevereiro de 1975.

(\*\*) Os autores são da University of Illinois e da Princeton University, respectivamente.

mentada por um regime forte, que não tem poupado esforço para conseguir o crescimento econômico, e não tendo de se preocupar com oposição política, a correção monetária tem sido aplicada de uma forma mais completa no Brasil que em qualquer outro país do mundo. Como a inflação parece ter se tornado mais ou menos permanente em muitos países, a experiência brasileira tem interesse especial.

Este trabalho descreve o sistema de correção monetária brasileiro. Primeiro examina as distorções na poupança e na alocação de recursos causadas pela inflação no Brasil e as políticas de correção monetária adotadas para aliviá-las. Depois trata dos efeitos do sistema brasileiro sobre a acumulação de poupança e alocação de recursos, finalizando com uma discussão de algumas questões mais complexas relacionadas com a correção monetária — sem efeito sobre a própria taxa de inflação e a distribuição de renda, e outras questões econômicas.

## 2. DISTORÇÕES CAUSADAS PELA INFLAÇÃO NO BRASIL

O Brasil enfrentou a inflação através de toda a sua história, mas durante os anos 40 e 50, sob a pressão de rápida industrialização e de políticas de governos populistas, a taxa de inflação aumentou de forma perigosa, quase escapando ao controle sob um tumultuado regime populista na primeira parte da década dos sessenta. O governo militar que tomou o poder em abril de 1964 adotou medidas de estabilização imediatamente e começou a reformar a estrutura da economia, dando prioridade à eliminação das distorções causadas pela inflação<sup>(1)</sup>

---

(1) Para uma história contemporânea do Brasil, v. Thomas SKIDMORE — **Politics in Brazil, 1930-1964**, New York: Oxford University Press, 1967; e Riordan ROETT — «A Praetorian Army in Politics. — The Changing Role of the Brazilian Military», in Riordan ROETT, ed. — **Brazil in the Sixties**, Nashville, Tennessee: Vanderbilt University Press, 1972. Para uma análise das causas da inflação Brasileira, v. Werner BAER — **Industrialization and Economic Development in Brazil**, Homewood, Illinois: Richard D. Irwin, Inc. 1965, cap. 5; Raouf KAHIL. — **Inflation and Economic Development in Brazil, 1946-1963**, Oxford University Press: 1973; Samuel MORLEY — «Inflation and Stagnation in Brazil», **Economic Development and Cultural Change**, janeiro, 1971; Mário H. SIMONSEN — «Brazilian Inflation: Postwar Experience and Outcome of the 1964 Reforms», **Economic Development Issues: Latin America**, Comitê para Desenvolvimento Econômico, Artigo Suplementar, 21 de agosto de 1967.

Por volta de 1964 a inflação brasileira representava mais que uma simples corrida entre aqueles que auferem rendas e o nível de preços. Anos de inflação haviam causado graves distorções à economia brasileira. Por exemplo, os preços no setor controlado da economia, particularmente o setor dos serviços de utilidade pública, ficavam atrás do aumento geral de preços, resultando em subinvestimentos em grande número de setores críticos da infra-estrutura. Este subinvestimento foi compensado em parte por grandes subsídios governamentais que, por sua vez, levaram a pressões inflacionárias adicionais. A parte não compensada por tais subsídios levava a deterioração dos serviços em questão<sup>(2)</sup>.

O déficit governamental, que contribuía para com a inflação, não podia ser reduzido em parte por causa da própria inflação. Além dos subsídios acima mencionados, o governo tinha de pagar preços mais altos por suas compras e salários mais altos para seus assalariados. Não podia emitir obrigações porque não era permitida uma taxa de juros que cobrisse o aumento dos preços. Os contribuintes deixavam de pagar enquanto pudessem, pois a inflação consumia grande parte do valor real do que deviam. O governo precisou desviar o crédito dos bancos comerciais para cobrir parte de seu déficit. Este, portanto, persistiu e foi uma das causas da inflação continuada.

O crédito ostentava uma demanda cada vez maior que a oferta, por que apresentava taxas de juros reais negativas e, em grande parte, era racionado por meio de formas que nada tinham a ver com eficiência relativa. As poupanças eram atraídas para áreas tais como imóveis e moedas estrangeiras para prevenir a perda de seu real valor<sup>(3)</sup>. A moeda brasileira estava cronicamente sobrevalorizada, pois as frequentes desvalorizações eram insuficientes e em todos os casos também faziam corrida constante com o nível de preços.

O mercado de crédito brasileiro estava a ponto de entrar em colapso por volta de 1964. A capacidade dos mercados de

---

(2) V. por exemplo, o caso de transportes: Werner BAER, Isaac KERSTENEYTKY e Mário H. SOMONSEN — «Transportation and Inflation: A Study of Irrational Policy-making in Brazil», **Economic Development and Cultural Change**, janeiro, 1965.

(3) Walter I. NESS JR. — «Financial Markets Innovation as Development Strategy: Initial Results from the Brazilian Experience», **Economic Development and Cultural Change**, abril, 1974, p. 463.

capitais de fazer frente a inflação ficava obstada pela existência de duas leis que datam de 1933: uma lei de usura, que proibia a cobrança de juros acima de 12% ao ano; e uma lei de curso forçado da moeda, que proibia o pagamento contratual em qualquer moeda que não a do país a seu valor legal<sup>(4)</sup>. A lei de usura se referia a taxas de juros nominais, enquanto a de curso forçado proibia qualquer reajuste de ativos em unidades monetárias em virtude da inflação. Portanto, sempre que a taxa de inflação subia além de 12% ao ano, como aconteceu em todos os anos posteriores a 1951, as duas leis faziam com que as taxas de juros reais se tornassem negativas. Sob tais condições, era impossível que um mercado de crédito de longo prazo se desenvolvesse. As únicas fontes de crédito de longo prazo em 1964 eram as agências internacionais como USAID, o Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDE), e algumas outras instituições governamentais. Seu crédito era artificialmente barato porém fortemente racionado por meios exteriores ao mercado.

O mercado de crédito de médio e curto prazo resistiu melhor a estas pressões por incorporar vários dispositivos em suas operações. Os bancos tinham permissão de pagar um máximo de 6% sobre depósitos a prazo, e estes inevitavelmente caíram em termos reais, mas os depósitos a vista permaneciam altos, pela necessidade de manter balanços para transações, e os bancos continuavam ainda o **melhor lugar para conservá-los**, dispondo assim de uma provisão de fundos de curto prazo. Como pagavam uma taxa de juros real negativa sobre estes fundos, enquanto faziam empréstimos a uma taxa mais alta, e mesmo negativa, eles poderiam obter lucros. Para suas operações de empréstimos os bancos contornavam as leis de 1933 de diversas formas, incluindo pagamentos paralelos de juros ilegais, coleta de altas "comissões bancárias" e o uso de balanços compensatórios<sup>(6)</sup>. Apenas através destes meios o mercado de crédito a curto prazo podia se saldar. Os bancos podiam lucrar muito na diferença entre as taxas de juros reais negativas, assim muitos novos bancos

---

(4) Estes são descritos em: Julion CHAOEL, Mário H. SIMONSEN e Arnold WOLD — **A Correção Monetária**, Rio de Janeiro: APEC Ed. S.A., 1970, p. 19-26.

(5) Id., pp. 64-65.

(6) **Balanços compensatórios** significa que o mutuário tirava um empréstimo maior do que necessitava, deixando a parte que não precisava num depósito com o banco que prometia não tocar e pagava juros sobre o todo.

entraram no mercado, e a concorrência pelos depósitos tornou-se intensa<sup>(7)</sup>.

Durante os anos 50 desenvolveu-se, através das companhias de “crédito, financiamento e investimento”, um mercado de crédito a médio prazo. Para contornar as restrições legais com relação aos juros pagos aos depositantes, estas companhias vendiam ações de seu capital patrimonial aos fornecedores de capital, as quais conseqüentemente geravam dividendos não afetados pelas leis de usura. Os fundos adquiridos eram emprestados por companhias pertencentes geralmente às companhias depositantes. Os dividendos eram altamente taxados, porém, e houve algumas decisões legais contrárias a este método de operações. Assim, as companhias de “crédito, financiamento e investimento” adotaram um novo instrumento de crédito a médio e curto prazos: as letras de câmbio. O mutuário obtém estas letras da financeira em troca de suas duplicatas, e as vende com deságio na bolsa de valores. Para o tomador da letra, o deságio, que não se sujeita à lei de usura, toma o lugar dos juros. As letras de câmbio permanecem como o principal instrumento de crédito a médio e a curto prazo até nossos dias, dado que as leis de 1933 permanecem ainda em vigor e são aplicadas frequentemente, embora desde 1964 com interpretação diferente. O mercado de letras de câmbio sofreu grave pressão durante a alta da inflação de 1964, mas o sistema continuou popular<sup>(8)</sup>

O mercado imobiliário brasileiro foi duplamente vítima da inflação. Como todos os mercados de crédito para construções e hipotecas, as leis de 1933 tornaram o crédito para construção e hipotecas extremamente escasso — as únicas fontes eram algumas instituições públicas, mas com crédito bastante racionado. Outrossim, entre 1950 e 1964 instituíram-se diversas leis de controle do inquilinato, o que causou um desestímulo inevitável à construção civil (especialmente para grupos de baixa renda), e ocasionou também a deterioração das propriedades já existentes. Mas a própria debilidade do mercado imobiliário provavelmente evitou uma grande demanda por empréstimos para construção de casas luxuosas à prova de inflação<sup>(9)</sup>.

---

(7) CHACEL et. al. — *Op Cit.*, pp. 61-3.

(8) *Id.*, pp. 59-61.

(9) *Id.*, pp. 42-4.

A inflação causou uma distorção mais sutil, denominada lucros ilusórios<sup>(10)</sup>, que correspondem à parte dos lucros da firma que representam a quantidade necessária para manter o valor real de seu capital. Surgem em um contexto inflacionário se as empresas depreciarem seus ativos fixos em base de valores históricos ao invés de valores de reposição, ou se as empresas mantiverem seu capital de giro (em particular, inventários) em custos nominais ao invés de custos correntes. Baer e Simonsen apresentam uma estimativa dos prováveis lucros ilusórios no Brasil durante o período 1958-62: para uma pequena amostra de 20 empresas no Rio de Janeiro, "( ) a porção de lucros do balancete correspondentes à depreciação não contabilizada subiu de 19.9% até 43.6% entre 1958 e 1962"<sup>(11)</sup>. Para uma amostra maior, de aproximadamente 7.000 empresas, Baer e Simonsen calcularam que para o mesmo período "mais da metade dos lucros de balancete. . foram absorvidos pela reposição do capital de giro (inventários + caixa líquida). A reposição inventário foi o principal componente deste lucro ilusório"<sup>(12)</sup>.

Os lucros ilusórios sem dúvida causaram diversas distorções, dentre as quais determinação de preços e políticas de dividendos irracionais, um crescimento das obrigações fiscais referentes ao imposto sobre lucros excessivos (grande parte do qual foi de fato sonegada) e, ironicamente, um aumento da demanda de crédito para repor o capital, apesar dos "altos lucros". Quando o nível de inflação era alto, uma forte distorção alocativa deve ter resultado de lucros ilusórios. Em parte isto era suavizado pelo fato de, dadas a dificuldade de obter crédito no mercado de capitais e a tradicional preferência das firmas brasileiras por financiamento interno, os novos investimentos serem financiados com lucros retidos de preferência a outras fontes. Baer e Simonsen mostram que é possível que, entre 1958 e 1960, menos de 25% dos investimentos eram realmente novos. O restante apenas reconstituía o capital de onde advinham os lucros ilusórios<sup>(13)</sup>.

---

(10) Este problema é tratado pormenorizadamente em BAER e SIMONSEN — Profit Illusion and Policy-marking in a Inflationary Economy, *Oxford Economic Papers*, julho 1965, p. 279-90. Os lucros ilusórios bem podem ser um problema em muitos países industrializados, que agora sofrem altas taxas de inflação.

(11) Id., p. 280.

(12) Id., p. 281.

(13) Id., p. 287.

A valorização do ativo fixo a custo histórico foi também parte do problema na fixação de preços no setor público. Como as empresas neste setor foram consideradas “monopólios naturais”, a lei fixava seus preços visando estabelecer um teto na taxa de retorno do capital. Uma vez que o capital era avaliado a custo histórico, a taxa de retorno permitida era muito baixa para mantê-lo, decorrendo daí as perdas crônicas em operação e deterioração dos serviços<sup>(14)</sup>.

### 3. A INTRODUÇÃO DA CORREÇÃO MONETÁRIA NO BRASIL

O governo que se instalou em abril de 1964 se propôs a diminuir o ritmo da inflação. Esperando, entretanto, não causar uma grave depressão, optou por um processo gradual, ao invés de um “tratamento de choque”, em seu programa de estabilização. Além disso, também pretendia restaurar o mercado como a forma de alocar os recursos em consequência do que se elevaram os preços, como os das tarifas dos serviços de utilidade pública, mantidos artificialmente baixos pelos governos anteriores. Isto comportava um efeito inflacionário inicial, chamado de inflação corretiva<sup>(15)</sup>. Ficou claro que as autoridades econômicas teriam de enfrentar altos níveis de inflação por algum tempo. A correção monetária era vista, a esta altura, como um meio pelo qual se eliminariam algumas distorções causadas pela inflação. Em outras palavras, as autoridades brasileiras decidiram “conviver com a inflação”, embora a correção monetária aparentemente tenha sido concebida como um recurso temporário e não, como muitos pensam, uma instituição permanente<sup>(16)</sup>.

(14) CHACEL et al. *Op. Cit.*, p. 42-5; e também BAER et al. — *Op. Cit.*

(15) V. BAER et al. — *Op. Cit.*; M. H. SIMONSEN — «Brazilian Inflation», *Op. Cit.*; e Howard ELLIS, «Corrective Inflation in Brazil 1964-1966», in H.S. Ellis ed., *The Economy of Brazil*, Berkeley e Los Angeles: The University of Califórnia Press, 1969.

(16) No livro de CHACEL, et. al., p. 301, lê-se que:  
É evidente que a correção monetária foi imaginada como um artifício para aplicação em caráter temporário. Este artifício insere-se no conjunto de medidas que moldou uma política de combate gradual da inflação... no momento em que a intensidade da alta baixar a um nível crítico (que é possível se situar entre 10 e 15% a mais) a correção dos desníveis passados deixará de ter maior relevância e a perda real poderá ser perfeitamente suportada pelos agentes econômicos».

A primeira utilização da correção monetária no Brasil ocorreu em 1951 de uma forma limitada e improvisada. Naquela época havia uma tributação para excessos de lucros sobre capital. Como a taxa de inflação se acelerava, e os ativos mantinham valor histórico, as taxações sobre os lucros excedentes eram injustas. Portanto, para calcular os lucros tributáveis, uma lei especial dava permissão às empresas de reavaliarem seus ativos fixos e seu capital patrimonial de acordo com a taxa de inflação. A reavaliação era voluntária, tinha de ser executada até dezembro de 1952 e estava sujeita a uma tributação de 10%. Além disso, a depreciação só era permitida com base no custo histórico. A reavaliação de ativos sujeitos a tributações por excesso de lucros tornou-se obrigatória através de leis de 1956, 1958 e 1963, para empresas sujeitas à tributação de excessos de lucros. Todavia, até 1964 o sistema de reavaliação não permitiu redução do imposto para restaurar o capital de giro a seu valor corrente. A tributação de 10% seguia em vigor, a realização não era permitida com frequência suficiente para acompanhar a taxa de inflação e a depreciação ainda era calculada a base de custo histórico<sup>(17)</sup>.

A correção monetária não era aplicada a outras variáveis econômicas, tais como instrumentos de crédito e salários, apesar de que alguns tribunais principiaram a permitir acordos monetários em termos correntes<sup>(18)</sup>. De fato, antes de 1964 a maior parte das empresas não reavaliou seus ativos, dado que a única finalidade da reavaliação era fazer com que a incidência de taxaço sobre os lucros excessivos se tornasse mais justa. Não havia razão para uma empresa pagar os 10% de taxações sobre a reavaliação de seus ativos se não estava sujeita às taxações dos lucros excessivos, ou se podia sonegá-las<sup>(19)</sup>.

Após 1964 a correção monetária passou a ser aplicada, por uma série de leis, a grande parte da economia. Em julho de 1964 a primeira lei estabelecia a correção monetária como obri-

---

(17) CHACEL et. al. — **Op. Cit.**, pp. 65-9.

(18) *Id.*, capítulos 8 e 9.

(19) Albert Fishlow observa que (...) Mesmo durante a violenta inflação em 1963 de por volta de 80%, apenas 27% do total do capital das sociedades anônimas foi reavaliado». Albert FISHLOW — «Indexing Brazilian style: Inflation without tears?», **Brookings Papers on Economic Activity**, n.o 1, 1974, p. 265.

gatória para todos os ativos fixos, permitia depreciação com base na reavaliação (de fato, era aplicada gradualmente a fim de evitar uma queda violenta nas receitas do imposto de renda das pessoas jurídica), e gradativamente foi eliminada a tributação de 10% sobre a reavaliação. A quantidade de lucros necessária para a restauração do capital de giro a seu nível real era isenta do imposto de excessos de lucros, e este foi abolido em 1966. A correção monetária era aplicada às dívidas fiscais ao governo federal, a fim de incentivar seu pagamento. A mesma lei autorizou também a emissão de uma nova série de títulos governamentais, "Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional", o primeiro instrumento de crédito brasileiro com correção monetária. Estes eram títulos com prazo de vencimento de 1 ou 2 anos, com ajustes de capital mensal de acordo com a média móvel trimestral do índice de preços por atacado, com defasagem de três meses (havia também uma série de títulos de prazo de 5 anos cujos reajustes de capital ocorriam a cada 3 meses). O coeficiente de reajuste era determinado pelo Conselho Nacional de Economia mas, quando este foi dissolvido em 1967, a responsabilidade passou para o Ministério do Planejamento. Os coeficientes eram calculados com base no nível de preços no atacado, compilado pela Fundação Getúlio Vargas, um instituto semi-autônomo de estudos econômicos<sup>(20)</sup>.

Uma lei aprovada em agosto de 1964 criou o Banco Nacional de Habitação para providenciar empréstimos hipotecários. Tanto os títulos lançados pelo banco para financiamento quanto os empréstimos sofriam a correção monetária, apesar de muitos dos empréstimos para os bancos ainda serem sacados do fundo de seguro social. Uma lei aprovada em novembro regulamentava os aluguéis de casas através de outra espécie de correção monetária: o ajuste dos aluguéis se fazia de acordo com o salário mínimo, estabelecido pelo governo (v. abaixo). Os aluguéis que haviam sido congelados receberam permissão para aumento, de acordo com a política de inflação corretiva do governo<sup>(21)</sup>. Outras leis foram adicionadas, nos anos seguintes, para cobrir empréstimos de construção, aluguéis não residenciais.

---

(20) Para maiores detalhes, v. «Correção Monetária: Tema de interesse internacional», *Conjuntura Econômica* maio, 1974, p. 111. V. também CHACEL et. al., — *Op. Cit.*, p. 101-17, que discute todas as leis relevantes com pormenores. A lei em questão é a n.º 4357 de 17 de junho de 1964

(21) CHACEL et. al. — *Op. Cit.*, pp. 123-32. As leis são n.º 3480 de 21 de agosto de 1964 e n.º 4494 de 25 de novembro de 1964.

seguros e dívidas trabalhistas. Os tribunais prosseguiram na aplicação de correção monetária nos casos de adjudicação. O princípio da correção monetária se estendeu a uma nova série de poupanças forçadas<sup>(22)</sup>.

Uma “lei de mercados de capital” foi aprovada em julho de 1965, contendo uma grande quantidade de cláusulas para a reforma das instituições brasileiras do mercado de capitais, inclusive diversos estímulos para as bolsas de valores, o mercado de crédito a longo prazo e bancos de investimento. Na mesma lei várias cláusulas intentavam fazer com que a taxa de juros para crédito a curto prazo caísse. As cláusulas referentes à correção monetária eram aplicadas a débitos de longo prazo das sociedades anônimas, a grande número de depósitos a prazo e a taxas de juros de instrumentos financeiros de médio prazo<sup>(23)</sup>. A esperança era de que estas medidas fossem alongar o tempo médio dos instrumentos de débito e abaixar as taxas de juros reais, ao remover o grau de incerteza da taxa de lucros advindo da inflação. A taxa de correção monetária a ser aplicada deveria ser a mesma aplicada aos ORTN's — títulos reajustáveis do governo<sup>(24)</sup>.

A correção monetária aplicada era “pós-fixada” isto é, os instrumentos de crédito eram corrigidos para a inflação já verificada. Contudo havia dificuldades em aplicar este processo no mercado de crédito de curto prazo. E, assim, uma nova série de regulamentos surgiu no período de 1965 a 1967, criando a “correção monetária pré-fixada”. Um componente da inflação prevista era adicionado às taxas de juros dos instrumentos de curto prazo, inclusive letras de câmbio e certificados de depósitos. Os lucros destes instrumentos eram calculados *ex-post* para fins tributários, isto é, sua tributação de juros caía sobre

---

(22) CHACEL et al., descrevem estas leis e a legislação que as acompanha minuciosamente. As poupanças forçadas incluem: o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço, criado em 1966 e financiado por uma taxa de 8% sobre a folha de pagamentos, administrado pelo BNH e utilizado para a indenização dos trabalhadores despedidos e aquisição de suas casas próprias; o Programa de Integração Social (PIS), financiado pela contribuição de empresas de acordo com as vendas e os lucros, pagando 3% mais a correção monetária que cabe referentes aos trabalhadores; e o Programa de Formação do Patrimônio do Serviço Público, um programa paralelo também criado em 1971 para os servidores públicos.

(23) NESS — *Op. Cit.*, p. 458.

(24) CHACEL et. al — *Op. Cit.*, pp. 113-17, Lei n.º 4728.

a taxa real de juros mais a taxa de correção monetária pré-fixada menos a taxa de inflação realmente registrada durante o prazo do instrumento. Em 1970 o governo introduziu letras pré-inde-xadas junto a suas obrigações de maior prazo.

Há uma grande diferença entre correção monetária ex-ante e ex-post. As leis brasileiras continuam a tributá-las em bases distintas: a correção monetária pós-fixada é tratada como ganho de capital, enquanto que a pré-fixada é tratada como rendimento de juros, o que na prática significa que a última é tributada e a primeira não<sup>(25)</sup>. Um aspecto mais importante é que a correção monetária pós-fixada com defasagem pode impedir a desaceleração da inflação (supondo que a inflação venha se reduzindo), pois leva uma taxa de inflação maior para uma data posterior a fim de reavaliar os instrumentos de crédito. A preocupação das autoridades brasileiras sobre este efeito fez com que uma nova técnica, intermediária entre a correção ex-post e ex-ante, fosse utilizada para a indexação, a partir de 1973. Os coeficientes de correção monetária são agora calculados em uma base de 5 meses, a média móvel da inflação para os 3 meses anteriores, mais uma estimativa oficial para os 2 meses seguintes<sup>(26)</sup>. Em julho de 1974 esta forma de correção monetária se estendeu a todos os instrumentos de crédito a curto prazo, estando agora todos os setores de crédito brasileiro atingidos por esta forma de correção monetária<sup>(27)</sup>.

A implementação das minidesvalorizações, na última parte de 1968, também faz parte da política de correção monetária como um todo. Por muitos anos o Brasil, como muitos outros países afetados pela inflação, enfrentou um grande dilema na formulação de uma política adequada de câmbio: as desvalorizações alimentavam a inflação, mas as exportações não podiam competir enquanto o governo resistisse a desvalorização, e a renda real dos exportadores estava sujeita a grandes variações. Além disso, as desvalorizações substanciais e esporádicas levavam a uma especulação monetária que mobilizava grandes quantidades de capital. Por isso, o governo decidiu aceitar certa dose de "inflação importada". A política de minidesvalorizações foi utilizada em conjunto com um programa de estímulos ao cresci-

---

(25) *Conjuntura Econômica*, maio, 1974, p. 112.

(26) *Id.*, p. 101.

(27) *Jornal do Brasil*, 23 de julho de 1974, p. 23.

mento da exportação de bens manufaturados. A rigor, a política de minidesvalorizações constitui apenas uma aproximação a uma política de correção monetária, visto nada ter de automático. É uma política discricionária que pode ser baseada em vários fatores, não só na inflação brasileira relativa àquela de outros países. Mas o critério principal tem sido a taxa relativa de inflação, portanto parece justo considerar as minidesvalorizações cambiais como parte da política de correção monetária<sup>(28)</sup>.

Diferentemente de muitos outros países, os salários no Brasil não sofrem a incidência da correção monetária, apesar de que muitos são direta ou indiretamente estabelecidos através de linhas de ação do governo. Em 1965 este adotou uma política salarial que exerceu influência basicamente através dos salários dos funcionários públicos e do salário mínimo. Para determinar os salários, utilizava-se uma fórmula que baseava o aumento para o ano vindouro na taxa antecipada de inflação. Em 1966, uma lei estendeu o uso da fórmula aos dissídios coletivos (isto é, acordos entre a força de trabalho e o empresariado), e determinou que incluísse o aumento antecipado da produtividade. Uma mudança mais profunda ocorrida em 1968 baseava o salário nominal, não em seu valor anterior, mas no que teria sido seu valor anterior se a taxa de inflação e o crescimento da produtividade realmente verificados fossem usados para fixar este valor. Uma vez que os fatores principais utilizados nas fórmulas sempre têm sido as taxas antecipadas de aumento, e o governo é quem o fazia antecipar, os aumentos salariais no Brasil têm sido basicamente assunto de política governamental discricionária, e não se pode dizer que houve correção monetária para eles. O objetivo da política salarial foi na realidade a contenção da pressão inflacionária advinda desta fonte. Esta razão fica cada vez mais clara na retrospectiva, pois, como se demonstra na seção 4, os salários reais não foram mantidos. Não se praticou efetivamente uma correção monetária dos salários, e a política utilizada pode ser melhor qualificada como de controle de salários.

---

(28) Carlos Von DOELLINGER, Hugo B. C. FARIA e Leonardo C. CAVALCANTI — «A Política Brasileira de Comércio Exterior e seus Efeitos, 1967-73», Rio de Janeiro: IPEA, Coleção Relatórios de Pesquisa n.º 22, 1974 p. 13-20; *Conjuntura Econômica* maio, 1974, pp. 113-114.

(29) V. também Albert FISHLOW, «Some Reflections on Post-1964 Brazilian Economic Policy», in A. Stepan, ed. — *Authoritarian Brazil*, New Haven, Conn: Yale University Press, 1973, pp. 84-97.

A maioria dos preços dos bens e serviços, embora não indexados, está sujeita a algum tipo de controle, direto ou indireto. Desde 1968 o governo mantém o Conselho Interministerial de Preços, que atua como um “cão de guarda” vigiando muitos preços. Este deve ser notificado com antecedência de todas as propostas de alteração de preços, e se bem que não tem autoridade para negá-las, goza de importantes poderes indiretos. Por exemplo, se houver uma mudança de preços não aprovada pelo Conselho, é provável que o crédito do Banco do Brasil não esteja à disposição da entidade transgressora<sup>(30)</sup>.

#### 4. OS RESULTADOS DA CORREÇÃO MONETÁRIA NO BRASIL

A correção monetária parece ter resolvido o problema de lucros ilusórios. A maior parte dos incentivos às empresas brasileiras para consumirem seu próprio capital por ser contabilizado como lucros ilusórios parece ter desaparecido. Antes das reformas da correção monetária dos anos 60, estavam presentes alguns fatores que compensaram os incentivos para o consumo do capital, por exemplo, o acesso ao crédito de longo prazo do BNDE a taxas de juros negativas e débitos fiscais reais reduzidos, em consequência do atraso de seus pagamentos. Além do mais, a reavaliação das empresas de serviços públicos, dadas as leis que baseavam os preços de seus serviços no valor de seus ativos reais, sem dúvida contribuiu para a racionalização de suas operações.

A Tabela 1 apresenta medidas da inflação brasileira desde 1951, mudanças nas taxas cambiais e o crescimento real do produto interno bruto. A coluna 7 exhibe a porcentagem de ajustes controlados publicamente. A política de “inflação corretiva” de 1964 até 1967 pode ser notada, isto é, permitiu-se que os ajustes de preços dos serviços de utilidade pública, que permaneceram abaixo do crescimento do nível geral de preços, crescessem mais que os outros preços a fim de eliminar distorções.

A indexação de taxas de retorno e de títulos do governo certamente contribuiu para com o sucesso do governo em saldar

---

(30) Werner BAER, Isaac KERSTENETZKY e Annibal V. VILLELA — «The Changing Role of the Stake in the Brazilian Economy», *World Development*, novembro, 1973, p. 31.

TABELA 1  
**MEDIDAS DA INFLAÇÃO BRASILEIRA, TAXAS DE CÂMBIO E O CRESCIMENTO REAL DO PIB**  
 (Variação percentual sobre anos anteriores)

Ano	(1) IGP. Disponibilidade Interna	(2) Preços no Atacado	(3) Preço na Agricultura	(4) Preços na Indústria	(3) Custo de Vida Guanabara	(6) Deflator Implícito do PIB	(7) Preço dos Serviços Públicos	(8) Preço do Dólar	(9) Crescimento Real do P.I.B.
1951	11.9	17.4	12.8	11.7	10.8	12.0		0.0	6.0
1952	12.9	9.4	15.1	4.8	20.4	13.2		0.0	8.7
1953	20.8	25.0	17.5	32.3	17.6	15.3		136.8	2.5
1954	25.6	22.3	26.5	21.5	25.6	21.4		37.8	10.1
1955	12.4	15.9	7.4	12.9	18.9	16.8		21.0	6.9
1956	24.4	26.2	22.6	29.7	21.8	23.2		-1.4	3.2
1957	7.0	3.8	0.8	6.5	13.4	13.2		2.7	8.1
1958	24.3	35.1	20.5	37.1	17.3	11.1		69.7	7.7
1959	39.5	36.0	42.1	29.7	51.9	29.2		21.7	5.6
1960	30.5	34.5	32.2	33.4	23.8	26.3		21.0	9.7
1961	47.7	53.2	53.0	46.0	42.9	33.3		43.2	10.3
1962	51.3	45.5	44.0	46.9	55.8	54.8	40.9	42.6	5.3
1963	81.3	83.2	90.0	86.1	80.2	78.0	91.2	48.7	1.5
1964	91.9	84.5	86.5	101.3	86.6	87.8	112.4	120.3	2.9
1965	34.5	31.4	25.2	31.5	45.5	55.4	103.4	48.8	2.7
1966	38.8	42.1	42.7	32.0	41.2	38.8	52.8	17.2	5.1
1967	24.3	21.2	21.1	23.1	24.1	27.1	31.7	20.1	4.8
1968	25.4	24.8	16.7	34.6	24.5	27.8	19.5	27.6	9.3
1969	20.2	18.7	31.7	15.1	24.3	22.3	23.9	20.0	9.0
1970	19.2	18.7	20.3	18.9	20.9	19.8	28.9	12.7	9.5
1971	19.8	21.3	24.7	16.7	18.1	20.4	24.0	15.1	11.1
1972	15.5	16.1	22.3	15.4	14.0	17.0	24.4	12.2	10.4
1973	15.7	15.6	16.7	16.4	13.7	n.a.	13.0	3.2	11.4

FONTE: Colunas 1-6, Conjuntura Econômica, maio, 1974, p. 148; coluna 7; Boletim do Banco do Brasil junho, 1974; Colunas 8 e 9 calculado da Conjuntura Econômica, maio, 1974.

TABELA 2

BRASIL: DÉFICIT DO GOVERNO FEDERAL — VÁRIAS MEDIDAS — (Milhões de Cruzeiros)

Ano	Déficit (-) ou Supe- rávit (+)	Finan- ciado pelas Autori- dades Mo- netárias	Financiado pelo Público	Dívida Gover- namental Mantida	Dívida Governa- mental contraída durante o ano	Proporção do Déficit Finan- ciada pelo Público	Déficit PIB
1951	+2.4	+2.6	-0.2				
1952	+2.5	+2.1	+0.4				
1953	-10.7	-9.8	-0.9			0.08	2.28
1954	-4.0	-6.5	+2.5				0.63
1955	-5.7	-5.7	0.0				0.73
1956	-23.9	-23.7	-0.2				2.40
1957	-41.2	-41.2	0.0			0.01	3.38
1958	-30.7	-21.3	-9.4			0.31	2.11
1959	-40.5	-31.6	-8.9			0.22	2.04
1960	-76.6	-69.4	-7.2			0.09	2.78
1961	-137.5	-136.0	-1.5			0.01	3.39
1962	-280.9	-246.9	-34.0			0.12	4.26
1963	-504.7	-426.4	-78.3			0.16	4.23
1964	-728.2	-736.4	+8.2	41	401	0.01	3.16
1965	-592.9	-269.7	-323.2	430	337	0.55	1.61
1966	-586.6	+190.4	-606.3	1.401	629	1.03	1.09
1967	-1.224.7	-699.0	-525.7	2.482	448	0.43	1.71
1968	-1.226.7	-1.078.9	-147.8	3.491	93	0.12	1.23
1969	-755.8	+1.025.6	1.781.4	5.881	797	2.36	0.57
1970	-738.3	+832.5	-1.570.8	10.112	2.882	2.13	0.42
1971	-672.3	+3.363.8	-4.036.1	15.445	2.987	6.00	0.29
1972	-516.1	+7.766.4	-8.282.5	26.179	6.826	16.05	0.17
1973	+295.1	+5.296.2	-5.001.1	38.344	5.757		

FONTE: Banco Central do Brasil.

seu déficit. V Tabela 2. O déficit federal como proporção do produto interno bruto caiu de mais de 4%, dos anos 60, para 0,17% em 1972.

O notável crescimento da poupança brasileira e a elevação de sua qualidade podem ser atribuídos em grande proporção à correção monetária aplicada aos instrumentos de poupança. A Tabela 3 mostra o crescimento de alguns dos principais destes instrumentos, particularmente aqueles que sofreram a correção monetária. Sem esta o crescimento de ativos como depósitos a prazo fixo, obrigações governamentais, obrigações imobiliárias etc. seria bastante improvável. Entretanto, como aponta Fishlow, a magnitude real deste crescimento não deve ser superestimada. Uma parte do crescimento de poupança representa substituição entre diferentes ativos, isto é, canalização de poupança através de intermediários e, possivelmente, alguma dupla-contagem na elaboração de estatística<sup>(31)</sup> Resta pouca dúvida, todavia de que esta poupança esteja mais eficientemente alocada do que na ausência de correção monetária. A Tabela 4 mostra o crescimento da poupança brasileira e o investimento como proporção de produto interno bruto. Os dados de 1959 e 1970/73 foram corrigidos e não são estritamente comparáveis aos de outros anos. Observar-se-á que grande parte do crescimento da poupança parece ter se localizado no setor governamental.

A eliminação de lucros ilusórios evitou uma grande necessidade de crédito bancário para manter o capital real. A indexação de instrumentos de capital auxiliou a formação do capital-base para o BNH e outras instituições de poupança que aliviaram a escassez de moradias. O aumento de poupança por meio de novos programas de seguro social foi possível apenas porque a correção monetária mantém seu valor real.

O crescimento do crédito ao consumidor é a única das aplicações de recursos da poupança cujo valor poderia ser duvidoso. Os bens de consumo duráveis, que vão desde automóveis, até as roupas e rádios de pilhas, são comumente comprados pelos brasileiros a prestações com altos juros. As Tabelas 5 e 6 dão uma idéia da expansão de tal tipo de crédito e indicam as mudanças das taxas de juros para financiamento individuais.

---

(31) FISHLOW — «Indexing Brazilian Style...» Op. Cit. p. 274. V. também Kenneth King — «Recent Brazilian Monetary Policy», Belo Horizonte: CEDEPLAR, outubro, 1972, mimeo.

TABELA 3

BRASIL: CRESCIMENTO DE INSTRUMENTOS DE POUPANÇA  
SELECIONADOS, 1964-73 - (MILHÕES DE CRUZEIROS)

Ano	(1) Pós-Indexadas Obrigações Governamentais	(2) Pós-Indexadas Letras Imobiliárias ainda vigentes	(3) Pré-Indexadas LTN ainda vigentes	(4) Pré-Indexadas Letras de Câmbio	(5) Pré-Indexadas Depósitos a Prazo	(6) Pós-Indexadas Depósitos a Prazo	(7) Não Indexadas Depósitos a Prazo
1964	41			245			
1965	430			695			
1966	1,401	7		906	141	18	127
1967	2,482	140		2,105	469	86	138
1968	3,491	461		4,558	1,055	330	312
1969	5,881	922		6,172	1,938	893	74
1970	9,412	1,724	700	9,756	4,283	2,081	75
1971	11,565	2,762	3.880	14,390	9,319	3,761	88
1972	15,975	4,566	10,204	22,305	16,803	7,713	133
1973	20,944	6,259	17,400	37,129	26,399*	14,122	
1974 (Abr.)	23,296*	6,720*	16,650*	41,459*	25,958*	16,554*	118*

## POUPANÇAS COMPULSÓRIAS (Pós-Indexadas)

Ano	FUTS	PIS	PASEP	Oferta Monetária	PIB
1964				4,875	23,055
1965				8,750	36,818
1966				9,959	53,724
1967	597			14,513	71,486
1968	1,604			20,174	99,880
1969	2,832			26,735	133,117
1970	4,345			33,638	174,624
1971	6,332	279	729	44,514	233,996
1972	9,038	1,294	1,354	61,550	302,323
1973	12,907	3,459	4,100	90,490	389,090
1974 (Abr.)	14,797	4,233	4,354	93,179**	

FONTE: Boletim do Banco Central do Brasil (Junho de 1974).

\* Estimativa preliminar.

\*\* Estimativa preliminar para março de 1974.

Col. 5 inclui Banco do Brasil, bancos comerciais, bancos de investimento e bancos estaduais de investimentos.

Col. 6 inclui bancos federais de poupança, bancos estaduais de poupança e associações de poupança e empréstimos.

Col. 7 inclui bancos privados de poupança.

FUTS Fundo de Garantia do Tempo de Serviço.

PASEP - Programa de Formação e Patrimônio.

PIS Programa de Integração Social.

## RECURSOS DO SISTEMA BRASILEIRO DE POUPANÇA E EMPRÉSTIMOS

Ano	Poupanças de Cader- neta Bancária	Letras de Câmbio	RNH	Outros	Dívida das Insti- tuições do Sistema	Total
1966	6,9	22,7	0,3	74,2	378,7	539,8
1967	239,3	425,6	19,1	618,7	444,9	1.747,6
1968	822,1	1.144,8	94,4	1.813,6	524,5	4.399,4
1969	1.855,3	1.980,0	144,1	2.510,5	411,5	6.901,4
1970	3.659,3	3.015,1	365,1	2.473,7	405,6	9.918,8
1971	5.381,4	4.011,9	548,7	3.205,2	465,2	13.661,4
1972	8.716,5	5.338,0	1.034,7	5.865,1	611,8	21.566,1
1973	14.007,8*	6,409,7*	1.470,9*	7.793,6*	826,5*	30.568,6*

FONTE: Conjuntura Econômica, março, 1974.

TABELA 4  
POUPANÇA E INVESTIMENTOS COMO PROPORÇÃO DO PIB, BRASIL — 1959-1973

ANO	Poupança Privada	Poupança Governamental	Poupança Total §	Investimento privado	Investimento Governamental	Investimento Total
*1959	7.1	4.4	11.5	13.8	3.8	17.6
1960	6.2	4.4	10.6	12.7	4.4	17.1
1961	11.2	1.3	12.5	14.1	4.0	18.1
1962	12.2	-0.2	12.0	14.8	4.2	19.0
1963	11.3	0.3	11.6	13.3	3.7	17.0
1964	13.4	-0.2	13.2	13.6	3.9	17.5
1965	13.2	0.8	14.0	13.2	4.1	17.3
1966	6.8	2.8	9.6	10.5	3.7	14.2
1967	8.0	0.5	8.5	10.0	4.2	14.2
1968	7.1	3.0	10.1	12.3	3.8	16.1
1969	9.1	0.8	9.9	10.1	5.2	15.3
*1970	8.0	5.8	13.8	15.9	3.7	19.6
*1971	7.0	6.2	13.2	16.6	3.6	20.2
*1972	6.4	7.1	13.5	16.7	3.6	20.3
*1973	7.4	7.3	14.7	17.3	3.5	20.8

\* As Contas Nacionais destes anos foram calculadas em base diferente da dos outros anos, portanto os dois grupos de dados não são comparáveis em termos precisos.

\* Dado provisório.

§ A Poupança Total é definida aqui como o total das poupanças governamentais e privadas, isto é, a soma das duas primeiras colunas

A diferença entre investimento total e poupança total é soma de (1), depreciação estimada do capital (aproximadamente 4,6% do PIB anual), é (2), o déficit na balança de pagamentos.

FONTE: Calculado das contas nacionais dadas no Anuário Estatístico do Brasil: a edição de 1973 para os dados de 1960-1969, e a edição de 1975 para os de 1959 e 1970-1973.

N.B.: Esta tabela difere da original em World Development, que se achava em erro.

A política de mercado financeiro do governo não tem sido muito bem sucedida em suas tentativas de criar um mercado financeiro de longo prazo. Os bancos de investimentos criados pela lei de mercados de capitais de 1965 são contrários à idéia de findar suas operações de letras de câmbio. A lei de 1965 autorizou as companhias de crédito e financiamento a se tornarem bancos de investimentos, com a condição de acabarem com o uso de letras de câmbio (que o governo esperava reservar às “companhias, financeiras”). Entretanto, os bancos de investimento têm resistido a cedê-las e o governo postergou a data de sua extinção para 1975<sup>(32)</sup>

Além da correção monetária, a lei de mercados de capitais estabeleceu, para os instrumentos de crédito a longo prazo, incentivos fiscais para dívida de longo prazo, e as S.A.'s obtiveram autorização para emissão de debêntures **convertíveis**. Estas medidas, porém, parecem não ter estimulado o uso da dívida a longo prazo por parte das sociedades anônimas. Um recente estudo de financiamento industrial revelou que a grande confiança das empresas nos fundos internos para investimentos não havia se modificado, apesar das alterações ocorridas a partir de 1964 no sistema financeiro. As fontes de financiamentos externos apresentaram as únicas alterações ocorridas, embora concentradas no financiamento da produção e do consumo corrente<sup>(33)</sup>.

De acordo com Ness, “( ) Os homens de negócio aparentemente temeram a manipulação da correção monetária pelo governo ou a divergência dos preços e custos de suas empresas

(32) NESS — **Op. Cit.**, p. 458.

(33) Por exemplo, descobriu-se que as fontes de **fundos** de investimentos eram divididos da seguintes forma( em porcentagens):

	1967	1968	1969	1970
Auto-financiamento	47,3	52,9	51,4	45,9
Empréstimos internos	38,2	24,6	28,6	25,1
Empréstimos externos	14,5	22,5	20,00	29,0

V. Wilson SUZIGAN, José E. C. PEREIRA e Ruy A.G. ALMEIDA. — «Financiamento de Projetos Industriais no Brasil», Rio de Janeiro: IPEA, Coleção Relatórios de Pesquisa, n.º 9, Segunda Edição, pp. 127 e 277.

**TABELA 5**  
**EMPRÉSTIMOS AO SETOR PRIVADO:**  
**DISTRIBUIÇÃO PERCENTUAL**

ANO	Comércio	Indústria	Lavoura	Gado	Parti- culares	Total
<b>BANCO DO BRASIL</b>						
1963	16.3	39.6	35.4	8.3	0.4	100.0
1964	14.3	36.3	40.9	8.2	0.3	100.0
1965	14.9	39.1	36.7	8.8	0.5	100.0
1966	12.3	37.5	37.4	11.4	1.4	100.0
1967	13.1	33.3	37.9	12.7	3.0	100.0
1968	19.9	32.0	29.7	11.6	6.8	100.0
1969	21.1	31.1	27.4	11.9	7.5	100.0
1970	18.6	28.0	32.6	13.0	7.8	100.0
1971	20.1	30.6	30.3	12.5	6.5	100.0
1972	17.3	30.2	32.1	13.8	6.6	100.0
1973 (Je)	19.7	28.8	32.4	13.3	5.8	100.0
<b>BANCOS COMERCIAIS</b>						
1963	36.9	42.4	9.6	2.5	8.8	100.0
1964	33.2	42.6	11.8	3.3	9.1	100.0
1965	31.5	43.4	12.6	3.5	9.1	100.0
1966	29.3	41.7	13.2	3.8	12.0	100.0
1967	27.2	41.0	14.2	5.3	12.3	100.0
1968	28.8	39.7	9.3	8.1	14.1	100.0
1969	29.1	40.3	8.2	6.7	15.7	100.0
1970	26.6	41.1	8.0	6.2	18.1	100.0
1971	27.7	39.0	6.3	5.5	21.5	100.0
1972	29.0	38.4	5.7	5.3	21.6	100.0
1973 (Je)	30.4	36.5	6.0	5.4	21.7	100.0
<b>TOTAL</b>						
1963	29.2	41.2	19.3	4.7	5.6	100.0
1964	26.3	40.3	22.4	5.1	5.9	100.0
1965	26.7	42.2	19.5	5.0	6.6	100.0
1966	23.5	40.3	21.3	6.4	8.5	100.0
1967	23.0	38.7	21.3	7.5	9.5	100.0
1968	26.0	37.3	15.6	9.2	11.9	100.0
1969	26.7	37.2	14.6	8.5	13.0	100.0
1970	23.9	36.7	16.2	8.5	14.7	100.0
1971	25.1	36.2	14.4	7.9	16.4	100.0
1972	25.1	35.7	14.5	8.1	16.6	100.0
1973 (Je)	26.7	33.8	15.2	8.1	16.2	100.0

FONTE: Boletim do Banco Central do Brasil; Conjuntura Econômica novembro, 1973, p. 70

## TABELA 6

## (a) CRESCIMENTO E CUSTO DO CRÉDITO AO CONSUMIDOR

(Milhões de Cruzeiros e %)

Uma amostra de empresas financeiras em cinco cidades; a amostra para cada cidade representa mais do que 50% do valor total do mercado de crédito na dada cidade

Ano	São Paulo	Rio de Janeiro	Porto Alegre	Belo Horizonte	Recife
EMPRÉSTIMOS AO CONSUMIDOR					
1971	6,896	2,830	901	550	137
1972	10,424	4,076	1,768	1,241	431
1973	21,726	7,371	2,021	1,937	556
1974 (Março)	23,785	8,266	2,265	1,877	601
CUSTO DE EMPRÉSTIMO A 360 DIAS (POR MÊS)					
1972	3.38	3.15	3.41	3.47	3.58
1973	3.12	2.84	3.31	3.12	3.55
1974 (Março)	3.15	2.91	3.07	3.17	3.50
MÉDIA DO CUSTO MENSAL DO DINHEIRO NAS COMPANHIAS FINANCEIRAS NO RIO DE JANEIRO					
			Haver	Letras de Câmbio	
1967	(Dez.)		4.01	2.56	
1968			3.86	2.48	
1969			3.62	2.35	
1970			3.69	2.40	
1971			3.64	2.34	
1972			3.38	2.01	
1973			3.12	1.83	
1974	(Março)		3.15	1.82	

FONTE: Banco Central do Brasil, maio de 1974, pp. 74-76.

## TABELA 6

(Continuação)

## (b) RENDIMENTO DE AÇÕES DE 12 MESES

	(1) Apólice de Crédito Governamen- tal	(2) Letras Imobiliárias	(3) Aceites Cambiais	(4) Índice Geral de Preços
1966	46.2	46.3		38.2
1967	29.9	36.5	33.2	25.0
1968	43.3 §	33.4	31.8	25.5
1969	22.8	27.1	30.3	20.1
1970	24.0	28.7	30.5	19.3
1971	27.0	32.7	30.3	19.5
1972	19.6	25.1	28.1	15.7
1973	17.1	19.7	24.1	15.5
1974 (Julho)	24.1	25.4	22.2	20.3*

(1) Para os Títulos Governamentais, os mais altos valores monetários e de taxa de câmbio foram utilizados: O símbolo § indica que a correção da taxa de câmbio era maior que a correção monetária dentro do período. A taxa de juro anual era de 6% para obrigações lançadas antes de 20 de julho de 1967 e de 4% para as lançadas após a data. A princípio de 1974 mudanças maiores ocorreram. (2) Obrigações Imobiliárias com prazo de 3 anos para vencimento, com taxa de juro de 8% com correção monetária paga trimestralmente. Após março de 1972, a taxa de juro foi reduzida a 6%. (3) Os Aceites Cambiais de vencimento após 6 meses, tomados a uma taxa nova. Após 1971 o vencimento utilizado é de 360 dias. (4) O índice, de acordo com o Banco Central, é comparável com a coluna 1 do Quadro 2.

Fonte: Boletim do Banco do Brasil, maio de 1974. Incremento dos preços de maio de 1973 a maio de 1974.

dos padrões nacionais”<sup>(34)</sup>. Parece que os brasileiros ainda não estão preparados para confiar seus fundos às incertezas do longo prazo, e a correção monetária não parece bastar para inspirar confiança às pessoas que assistiram as desarticulações da economia no passado. Além do mais, os homens de negócios preferem não entregar o controle de seus empreendimentos aos fornecedores externos de capital. As provisões para financiamentos de longo prazo permanecem por negligência das agências governamentais, como Banco de Desenvolvimento Nacional (BNDE), Caixas Econômicas, e agências internacionais como International Finance Cooperation, USAID, e outras. Ness verificou que “As debêntures registradas emitidas nunca superaram 3% do total de ações emitidas pelas sociedades anônimas não financeiras<sup>(35)</sup>” Como se pode observar na Tabela 3, o crescimento do mercado de letras de câmbio continua impressionante, e elas aparentemente permanecerão o principal instrumento financeiro privado brasileiro por algum tempo.

O crédito de longo prazo outorgado pelas agências oficiais tem sido utilizado basicamente como instrumento da política de desenvolvimento. Como a política governamental era estimular o crescimento industrial, estes instrumentos de crédito de longo prazo eram uma forma de subsidiar setores favorecidos. De fato, a forma de obter este subsídio era a não aplicação da correção monetária. As baixas e não corrigidas taxas de juros resultavam em taxas de juros reais negativos. No setor agrícola até o crédito a médio prazo era disponível a base de subsídio, isto é, os empréstimos para a agricultura não entraram no processo de correção monetária. Por exemplo, desde 1970 a maior taxa de juros colocada pelos bancos comerciais nos empréstimos para “insumos modernos” à agricultura tem sido 7%<sup>(36)</sup>.

O rápido crescimento das exportações brasileiras desde 1968, especialmente de produtos não tradicionais, pode ser explicado parcialmente pela política de minidesvalorizações cambiais que completou os poderosos incentivos a exportação de bens manu-

---

(34) NESS — *Op. Cit.*, p. 458.

(35) *Id.*

(36) Banco Central do Brasil, *Relatório Anual 1973*, p. 75; «Crédito Rural: Mecanismo para expansão», *Conjuntura Econômica*, junho, 1974, pp. 76-78; «Crédito Rural Mecânico e Resultados», *Conjuntura Econômica*, maio, 1971, pp. 67-69.

TABELA 7

## POSIÇÃO BRASILEIRA NA ECONOMIA ESTRANGEIRA (Bilhões de US \$)

	1960-4*	1965-9*	1969	1970	1971	1972	1973
Exportações	1.34	1.84	2.31	2.74	2.90	3.99	6.20
Importações	1.25	1.51	1.99	2.51	3.25	4.20	6.02
Câmbio	.910	.330	.318	.232	-.346	-.210	.182
Balança de Serviços	-.935	-.508	-.639	-.815	-.980	-1.250	-1.508
(Juros e Lucros Líquidos)		(-.224)	( )	(-.353)	(-.420)	(-.520)	(-.662)
(Assistência Técnica e Administrativa)		(-.047)		(-.072)	(-.085)	(-.099)	(-.064)
Investimento Líquido							
Direito Estrangeiro	.067	.084	.136	.122	.169	.396	.985
Empréstimos Líquidos							
Estrangeiros	.345	.607	1.053	1.440	2.523	4.300	4.616
Débito Estrangeiro	2.9	4.4	4.4	5.3	6.6	9.5	12.6
Reservas Cambiais Estrangeiras		.4	.65	1.187	1.746	4.183	6.417

Fonte: Banco Central do Brasil

\* Média Anual.

faturados<sup>(37)</sup>. Sem as desvalorizações frequentes, os lucros reais dos exportadores persistiram sujeitos às grandes variações e a eficácia dos incentivos aos exportadores seria bem menor. A depreciação da taxa de câmbio era, com frequência, menor que a inflação, visto que as autoridades deliberadamente levavam em consideração as taxas de inflação sofridas pelos principais países parceiros de comércio, na determinação do montante de desvalorização. O grande programa de incentivos também assegurava que uma taxa de câmbio ligeiramente sobrevalorizada seria pouco nociva aos exportadores. A Tabela 7 traça a posição brasileira em relação à economia externa.

A correção monetária tem constituído também um instrumento de atração ao capital estrangeiro. A Tabela 7 permite observar que a entrada de capital emprestado cresceu muito rapidamente, de uma média de US\$ 0,607 bilhões, em 1965-69, para além de US\$ 4,6 bilhões em 1973. A entrada de investimentos diretos foi bem menor. Uma das principais atrações para os fundos estrangeiros eram as altas taxas de juros que vinham prevalecer com o sistema de correção monetária implantado. Os brasileiros estavam ansiosos por obter fundos de euro-dólares mais baratos, enquanto os estrangeiros eram atraídos pelas oportunidades de lucros mais altos no Brasil. Uma atração adicional, por um certo período de tempo, residiu na diferença entre a taxa de correção monetária e a taxa de desvalorização do cruzeiro. Como a taxa de inflação superava a taxa de desvalorização, como já mencionando acima, a desvalorização foi inferior à correção (isto é, a taxa de inflação excedia a taxa de desvalorização), e os emprestadores estrangeiros obtinham uma vantagem adicional<sup>(38)</sup>

O Brasil acumulou uma grande quantidade de divisas estrangeiras, como se pode observar na Tabela 7, contudo, nesse processo também adquiriu uma grande dívida externa, o que se pode considerar um efeito negativo da correção monetária — atraiu mais capital do que se poderia absorver e o preço pago pelo país tem sido alto. Recentemente, um estudo estimou que o retorno do investimento estrangeiro das reservas brasileiras tem sido 3%, enquanto que o custo médio dos empréstimos estrangeiros ultrapassa os 8%<sup>(39)</sup>. Além do mais, grande parte do capital estrangeiro que fluiu para o país cumpria funções que o mercado doméstico (interno) de capitais de longo prazo deveria preencher.

---

(37) Carlos VON DOELLINGER, et. al. — Op. Cit.

(38) Kennets KING — Op. Cit..

TABELA 8  
SALÁRIO MÍNIMO REAL  
(Cruzeiros por Mês)

Ano	Guanabara		São Paulo		Rio Grande do Sul	
	Preço Corrente	Preços de 1965	Preço Corrente	Preços de 1965	Preços	Preços de 1965
1965	62.00	62.00	62.00	62.00	56.10	56.10
1966	84.00	52.03	84.00	50.91	76.50	49.23
1967	105.00	53.14	105.00	50.75	95.63	50.41
1968	129.60	52.88	129.60	50.04	117.60	51.17
1969	156.00	51.23	156.00	49.13	141.60	51.49
1970	187.20	50.84	187.20	50.20	170.40	50.64
1971	225.60	51.87	225.60	50.17	208.80	51.71
1972	268.80	54.20	268.80	50.88	249.60	52.34
1973	312.00	55.34	312.00	51.83	288.00	49.86

FONTE: Boletim do Banco Central do Brasil, maio, 1974, p. 82.

A política salarial brasileira, conforme já mencionado, sofre correção monetária “apenas nominalmente”. Há um consenso geral no sentido de que a distribuição de renda no Brasil vem piorando desde 1964, e isto, em parte, se pode atribuir à política salarial do governo, que intencionava controlar a inflação. Nos meados dos anos 60, o salário real caiu abruptamente, e sua recuperação desde então tem sido muito vagarosa. No começo dos anos 70 os salários reais subiram, porém a uma taxa substancialmente inferior ao crescimento da produtividade (v. Tabela 8)<sup>(40)</sup>.

## 5. CORREÇÃO MONETÁRIA: QUESTÕES DE INTERPRETAÇÃO E DE ANÁLISE

A experiência brasileira em correção monetária deu origem a uma série de questões, que os economistas só agora começam a abordar. Esta seção discute os problemas mais importantes:

qual o efeito da correção monetária sobre a inflação e a distribuição de rendas?

pode ela conduzir a ineficiências alocativas?

e, finalmente, que tipos de problemas políticos podem existir na adoção e operação de políticas de correção monetária?

A fim de tratar efetivamente estes problemas, algumas distinções cuidadosas devem ser feitas. Em primeiro lugar, deve haver uma distinção entre pré-indexação e pós-indexação, isto é, entre o ajuste de uma variável econômica de acordo com taxas **antecipadas** de inflação e o ajuste de acordo com a taxa de inflação efetivamente registrada (no que segue, tratar-se-á sempre de pós-indexação).

Outra distinção também importante diz respeito aos tipos de variáveis a serem indexadas; pode-se indexar fluxos ou esto-

---

(40) Para mais pormenores sobre a política salarial e a distribuição de renda no Brasil, v. Albert FISHLOW — «Brazilian size distribution of income», *American Economic Review*, maio 1972; Carlos LANGONI — «Distribuição da Renda e desenvolvimento do Brasil», Rio de Janeiro: 1973; John WELLS — «Distribution of Earnings, Growth and the Structure of Demand in Brazil during de 1960s» *World Development*, janeiro, 1974, pp. 9-24.

ques. É conveniente considerar a correção monetária como aplicada a três tipos de variáveis econômicas: i. ativos físicos; ii. os principais dos instrumentos de crédito; e iii. preços.

A reavaliação dos ativos físicos tem como objetivo a maior precisão das informações contábeis, a base das quais as empresas tomam suas decisões. Nenhuma relação de troca entre agentes econômicos será afetada diretamente por este tipo de indexação. Antes da correção monetária dos ativos fixos das empresas, seu sistema contábil tendia sistematicamente a fornecer informações incorretas sobre o verdadeiro valor de seu estoque de capital, e conseqüentemente sobre o verdadeiro nível de lucros. Assim, neste contexto, a correção monetária eliminou uma fonte de engano.

A correção monetária dos instrumentos de crédito afeta diretamente uma relação de troca, dado que garante, numa transação de capital, que o mutuário e o prestador saibam qual será o valor real do custo de capital. Sem a correção monetária, uma taxa nominal de juros pode resultar uma taxa de juro real qualquer, positiva ou negativa, dependendo do nível de inflação. A indexação permite saber com antecedência a taxa real.

A correção monetária dos preços nominais (a palavra preço é amplamente definida para incluir tanto preços de bens e serviços como preços de fatores, tais como salários, aluguéis, e o preço de divisas estrangeiras), tem ainda um objetivo diferente: assegura que o preço real permanece constante — isto é, que o poder de compra do preço nominal fique constante. A razão geral para a indexação de um preço nominal consiste em que variações advindas de mudanças na relação oferta-procura são, sob alguns pontos de vista, inconvenientes, e parece justa e legítima a manutenção do poder de compra na quantia paga e recebida. Os economistas, dada sua tradição intelectual derivada da teoria econômica neoclássica, preferem que os preços mudem a fim de equilibrar os mercados e de pagar aos fatores seu produto marginal atual. Entretanto, os assalariados, os exportadores e suas autoridades estão frequentemente propensos a sacrificar a eficiência do mercado em troca de relativa segurança da renda real. De fato, a correção monetária, como no caso do mercado de divisas estrangeiras, frequentemente substitui um sistema de determinação de preço muito pior sob o ponto de vista de eficiência. Em princípio, qualquer combinação de preços de uma economia

poderia ser indexada, mas os efeitos sobre a inflação e a eficiência de indexação de uma combinação específica podem ser indesejáveis.

A correção monetária instituída no Brasil é aplicada geralmente aos dois primeiros tipos de variáveis econômicas — ativos reais e valores nominais de instrumentos de crédito. A correção monetária de preços nominais se limita aos preços de divisas estrangeiras, alugueis e certos serviços públicos. Os salários e os preços de muitos produtos e serviços são controlados mas não indexados. Isto é importante, pois até agora a indexação em países desenvolvidos tem sido aplicada mais a salários e rendas fixas que a ativos reais ou instrumentos de crédito. Conclui-se que o sistema de correção monetária brasileira visa a manutenção do valor do capital real e de seu rendimento, enquanto que os países desenvolvidos, pelo menos até 1974, têm-se interessado mais em manter o real valor da renda das pessoas.

### 5 1. Indexação e Inflação

O argumento mais frequentemente utilizado contra a indexação é de que ela por si só contribui à inflação, o que faz ao institucionalizar os aumentos dos preços. Mantendo-se a renda real também se manterá a demanda a níveis inflacionários. Este argumento de que a indexação alimenta a inflação, entretanto, deve ser examinado cuidadosamente. Existem circunstâncias onde a indexação pode ajudar a reduzir a inflação, e pode ser que seu efeito total não tenha sido significativamente inflacionário no Brasil. Geralmente o efeito total depende do caráter da economia e do sistema de indexação utilizado.

Quando os preços nominais de bens finais são indexados, a inflação é imposta quase por definição; quando os preços dos fatores são indexados, a inflação é sustentada quase forçosamente. Contudo, como se tem observado, poucos preços nominais de ambas as espécies são indexados no Brasil. A indexação dos instrumentos de crédito também tem um efeito inflacionário, desde que o preço do capital é um custo para as firmas. As autoridades brasileiras constataram que a indexação pode agir de forma contrária a uma diminuição do nível da inflação, ao levar para data posterior uma taxa de inflação mais alta do passado para o ajuste presente. A fim de diminuir esta influência da pós-indexação, recentemente a transformaram em uma mistura de pós e pré-inde-

xação. A indexação dos instrumentos de crédito também contribuiu para com a inflação, ao atrair capital estrangeiro e com o crescente uso de crédito ao consumidor.

De diversas formas, entretanto, a indexação tem sido útil para aliviar a inflação. O déficit governamental era uma das principais causas inflacionárias. Sua redução de além de 4% do PIB, no princípio dos anos 60, para 0,17%, em 1972, serviu para reduzir a pressão sobre a demanda que causava. A redução do déficit foi em grande parte atribuível à correção monetária aplicada às divisas de impostos, que estimulava seu rápido pagamento (e também reduzia a renda disponível, diminuindo as pressões inflacionárias desta fonte). Na medida em que o déficit era coberto pela venda ao público de ORTNs, sua pressão inflacionária diminuía. A argumentação de que a indexação dos instrumentos de crédito é inflacionária deve ser qualificada pela observação de que, se eles não fossem indexados, sua taxa de juro real poderia até ser mais elevada, em função da existência do fator risco. Isto é, no caso de não indexação dos instrumentos de crédito, a taxa de juros pode ser considerada como tendo três componentes: a taxa de juros real, um componente que reflete a expectativa geral da taxa de inflação, e outro cobrindo os riscos do credor no caso de a inflação ultrapassar o nível esperado. A indexação elimina a necessidade deste componente de risco. Ainda que sua aplicação aos instrumentos de capital encarecesse o custo real deste, a demanda por novos investimentos seria reduzida. Há inclusive um argumento de que a indexação dos salários tenderia a reduzir a pressão inflacionária de demanda: em um contexto inflacionário, uma pessoa que sente erodir o poder de compra de sua renda tenderá a transformar sua moeda em bens o mais rapidamente possível, contribuindo assim com o processo de pressões de demanda. A indexação da renda do indivíduo durante o ano aliviará a queda de seu poder de compra e, no agregado, isso deveria reduzir as pressões inflacionárias de demanda.

A indexação de ativos fixos provavelmente produz poucos efeitos sobre a inflação, pois sua única utilidade é fazer com que as informações das empresas sejam mais corretas. A redução da ilusão das empresas sobre os níveis verdadeiros de seus lucros evidentemente serve para reduzir a demanda inflacionária para investimento. Pode haver algum tipo de efeito que compense isso da conseqüente redução dos rendimentos governamentais dos impostos sobre lucros. Também os preços dos serviços públicos aumentam, pois são fixados com base no valor

do capital da empresa. No todo, entretanto, a indexação dos ativos tende provavelmente a uma redução das pressões inflacionárias.

## 5.2. Indexação e Distribuição

Há um consenso geral de que a renda vem se tornando mais concentrada, a partir do começo dos anos 60<sup>(41)</sup>. Até que ponto o sistema de correção monetária contribuiu para tanto é difícil determinar agora, mas se pode fazer as seguintes observações.

Em primeiro lugar, deve-se lembrar que a correção monetária é aplicada no Brasil a ativos reais, instrumentos de crédito, preços dos serviços públicos, aluguéis e taxa de câmbio, mas não ao salário. Seria um erro argumentar que exercesse qualquer efeito definido de redistribuição entre o trabalho e o capital. O sistema brasileiro de indexação não incluía os salários e, portanto, não poderia ter causado a perda de poder de compra da classe trabalhadora. O efeito distributivo que a indexação tem tido no Brasil é essencialmente entre credores e devedores, e não entre o trabalho e o capital. Classicamente, os credores perdiam e os devedores ganhavam com a inflação, porém com a indexação, supondo que o índice de preços reflita o poder real de compra, os credores são protegidos da inflação e os devedores pagam o capital pelo preço contratado. Este é um efeito distributivo mais complexo que o controle dos salários, sua magnitude e seu caráter são mais sutis, e se faz necessária uma análise mais pormenorizada.

Quando se fala em efeitos de distribuição, não se deveria referir apenas ao nível de renda. Particularmente em um país subdesenvolvido, deve-se discutir a respeito da distribuição de poupanças e das oportunidades de obtenção de crédito<sup>(42)</sup>. A indexação no Brasil deu oportunidade de poupança a classes que nunca tinham esta oportunidade antes. Num contexto inflacionário torna-se inútil para um homem de posses escassas a tentativa de acumular um estoque de poupança da sua renda, especialmente se a maior parte das oportunidades de investimentos cor-

---

(41) *Ibid.*

(42) Para uma discussão mais geral deste problema, v. Ronald I. Mc KINNON — *Money and Capital in Economic Development*, Washington, D.C.: The Brookings Institution, 1973, cap. 2, 6.

respondem a projetos grandes e indivisíveis. O valor real das suas poupanças apenas se manterá se houver correção monetária para elas. Parece óbvio que muitas pessoas com baixas rendas agora possuem poupanças, enquanto que antes de 1964 não as tinham, e a distribuição de poupanças por decil pode ter se aperfeiçoado desde então. Além do mais, como indica a Tabela 3, a poupança de seguro social para assalariados foi instituída, e sua importância é grande precisamente por que é indexada. Simultaneamente, a indexação tornou o crédito disponível a pessoas a quem não era acessível antes. Como já se viu, esta pode ser uma dádiva duvidosa. Por um lado, a expansão do crédito tem sido útil para tornar casas e bens de consumo duráveis disponíveis a pessoas que antes não lhes detinham acesso. Mas, por outro lado, este crédito é caro e se expandiu muito rapidamente. Do ponto de vista microeconômico, pode-se indagar quantas pessoas se têm endividado em excesso. Pelo lado macroeconômico, pode-se indagar que efeitos pode trazer uma recessão na atividade econômica. Se um grande setor da economia estiver impossibilitado de saldar as obrigações impostas pela indexação, numerosas inadimplências totais ou parciais de juros e amortizações poderiam levar a uma reação em cadeia de crises nas instituições de crédito. E, conseqüentemente, o governo teria de enfrentar algumas decisões políticas difíceis em torno da distribuição de renda entre os setores de crédito e débito da economia.

### 5.3. Indexação e Eficiência Alocativa

Tem-se observado que a indexação pode trazer efeitos negativos sobre a eficiência alocativa. Se os preços forem rigorosamente ajustados de acordo com o índice de preços, não poderão refletir simultaneamente as condições de oferta e procura nos mercados que equilibram. A esta altura é bastante útil uma recordação de nossa classificação referente às variáveis econômicas indexáveis. A indexação de ativos reais e de instrumentos de crédito não pode senão melhorar a eficiência de alocação. A indexação dos ativos reais proporciona às empresas informações mais precisas, e a dos instrumentos de crédito estabelece o valor real do capital. Contudo, a indexação dos preços nominais significa que serão fixados diferentemente do que se houvesse mercado livre. Mas este é um argumento aplicável ao sistema de controle de preços do Brasil como um todo. Qualquer regulamentação de preços pode levar a efeito distorcivos. A indexação das taxas de câmbio estrangeiro no Brasil representou

uma grande melhora em relação ao sistema anterior de taxas de câmbio fixas, sob o ponto de vista de eficiência. Geralmente a escolha do método para fixação de um preço específico acarreta uma controvérsia entre os que desejam usar o preço para alocar eficientemente e os que desejam assegurar sua participação no produto nacional através dos preços. Em muitos casos, a indexação dos preços é o acordo viável entre os dois.

#### 5.4 A Indexação e Alguns Problemas Políticos

O sistema brasileiro de indexação poderia ser adotado em países industrialmente avançados. A reavaliação dos ativos fixos poderia ser implantada sem criar muitos problemas e a única despesa extra seria a criação de um novo conjunto de registros contábeis transformados para propósitos de taxaço e depreciação<sup>(43)</sup>.

A indexação dos instrumentos de crédito pode ser mais complicada. Em um regime menos autoritário que o brasileiro, a pressão dos grupos interessados contra o crescimento do custo do capital será provavelmente mais vigorosa que o conjunto de interesses em favor de manter o valor real das poupanças. A indexação dos salários já é o tipo de indexação mais comum, e a de mais provável aplicação em países desenvolvidos (provavelmente também como elemento de produtividade), mas isto não faz parte do sistema de indexação brasileiro, como já se viu.

Em geral, qualquer país que introduza a indexação deve ter cautela na implementação da política, já que ela leva a algumas fortes tentações políticas. Não se discute aqui o próprio índice. A natureza precisa dos pesos utilizados no índice é menos importante no Brasil, onde o objetivo é mostrar o valor real do capital, do que o é nos E.U.A., onde a indexação é utilizada para

---

(43) De fato, em um número recente, *The Economist* fez a seguinte observação:

«O cálculo convencional dos lucros está tão desacreditado que, em janeiro de 1973, o Comitê Dirigente de Normas Contábeis dos Institutos combinados de contadores profissionais emitiu seu oitavo «Rascunho de Exposição,»... que recomendava, consideração da preparação de contas suplementares baseadas em ajustamento de todos os itens nas contas anualmente publicadas a uma base de «poder de compra corrente» — talvez a mudança mais profunda jamais proposta pelos contadores britânicos». No «Survey — Storms over the City», *The Economist*, 3-9 de agosto de 1974, Survey, p. 8.

manter o poder de compra da renda. A questão de ponderação é um assunto complexo que ultrapassa a esfera deste artigo. Mas, o que é importante salientar, por diversas razões, é que as autoridades podem manipular o índice. Uma dessas razões é que poderiam querer aparentar sucesso na redução da taxa de inflação. Também, na medida em que a indexação contribui para a inflação, poderiam ser tentadas a procurar uma redução na inflação aplicando um índice inferior ao verdadeiro. Existe uma predisposição para o uso do índice como substituto da política monetária, pois a indexação dos instrumentos de crédito faz do próprio índice um controle direto de curto prazo sobre a taxa de juros. A manipulação do índice, sob um dado sistema e uma dada distribuição de renda, pode ser usada como uma forma de distribuição de renda de curto prazo e um substituto para política fiscal.

Em países em desenvolvimento, como o Brasil, estas tentações são mais fortes que nos E. U. A. ou nos países europeus, visto que aqui o índice não é amplamente entendido e seu controle pertence a um número reduzido de pessoas. Existe assim o risco de os empresários perderem a confiança no índice; de o mercado de capitais de longo prazo levar mais tempo para se formar (ou, se estiver funcionando, se contrair); de os fornecedores de fundos aumentarem a taxa de juro a fim de cobrir o risco de que o índice seja muito baixo. Os fornecedores de capitais podem estar apreensivos de que as autoridades estejam manipulando o índice no caso de uma redução do nível de atividade da economia.

## 6 CONCLUSÃO

Em essência, o sistema brasileiro de indexação foi criado com o fim de estimular o crescimento da poupança e alocá-la mais eficientemente. Parece tê-lo feito com bastante êxito. Não foi designado para manter a renda real dos assalariados, mas apenas a dos credores. Portanto, não deve surpreender que não tenha sido de grande utilidade em contrabalançar a tendência para uma concentração maior da distribuição da renda.