

O que os Países Desenvolvidos Podem Aprender com a Indexação

Algumas Observações Finais

Don Patinkin(*)

Quando ouvi o discurso de abertura desta conferência, proferido por Affonso Pastore, tive a impressão de que tínhamos vindo dos quatro cantos do mundo para ouvir o Evangelho da Indexação, segundo São Paulo. Sendo este o caso, entendi ser necessário lembrar que, historicamente, o Evangelho de São Paulo se originou de sermões ministrados em Jerusalém. Da mesma forma, como Ephraim Kleiman explicou em seu trabalho, a indexação vem sendo um fenômeno familiar em Israel há mais de três décadas, remontando ao período da Segunda Guerra Mundial. Consequentemente, o que gostaria de fazer nestas observações finais é tirar proveito da experiência com a indexação de ambos os países — o que aprendi sobre o Brasil nesta conferência, aliado ao que sei sobre meu próprio país — para verificar que lições as economias mais avançadas podem aprender. Somente lastimo que, devido à falta de conhecimento, eu não possa basear minha discussão também na experiência finlandesa.

Meu ponto de partida reside na observação de que a indexação não tem sido adotada por países desenvolvidos como os

(*) O Autor é professor da Universidade Hebraica de Jerusalém.

Estados Unidos e os da Europa Ocidental, mas sim por países como a Finlândia, Israel, e Brasil, que estão a caminho do desenvolvimento, mas não são economias modernas e desenvolvidas no pleno sentido do termo. Assim, a questão que naturalmente aparece é: o que há na natureza de uma economia desenvolvida que cria essa revelada falta de preferência pela indexação?

Uma possibilidade elementar é a de que a demanda pela indexação seja uma função crescente da taxa de inflação, e que somente em anos recentes as economias desenvolvidas alcançaram o nível de dois dígitos de inflação, que aparentemente ativa tal demanda. Uma outra explicação mais fundamental para essa preferência revelada é o fato de, por sua própria natureza, as economias desenvolvidas terem mercados desenvolvidos e livres, os quais realmente desempenham boa parte do ajustamento à inflação, o que representa o objetivo da indexação.

Do mesmo modo, quando vamos extrair lições para as economias desenvolvidas, a comparação relevante não se faz entre uma economia com indexação e uma economia controlada, onde as quantidades nominais (preços, salários monetários, taxa de câmbio e juros) são mantidas constantes em face da inflação, mas com uma economia onde essas quantidades nominais sejam ajustadas às pressões inflacionárias pelo livre funcionamento do mercado. O fato essencial da vida inflacionária consiste em que os indivíduos não padecem de ilusão monetária, ao menos por um período prolongado de tempo. Assim, é trivial, tanto para a teoria como para a prática, que, mesmo na ausência da indexação, qualquer processo inflacionário prolongado, numa economia de mercado relativamente livre, gera continuamente aumento de preços e salários em todos os setores da economia, taxas de câmbio sempre crescentes (se a inflação é mais rápida que em outros países) e uma taxa nominal de juros tanto mais alta quanto maior a taxa de inflação esperada.

Nesta observação trivial existem dois termos-chaves: “economia de mercado livre” e “taxa esperada”. E a natureza peculiar da indexação está relacionada a esses termos.

Em particular a taxa nominal de juros, quando determinada numa economia de livre mercado, refletirá corretamente as taxas futuras de inflação somente na medida em que estas sejam corretamente antecipadas. Que isto frequentemente não ocorre na prática é evidenciado pelo fato de que a taxa real de

juros *ex post* em economias inflacionárias é geralmente negativa. Assim, uma das finalidades principais da indexação é eliminar a necessidade de antecipação correta da taxa de inflação, fazendo arranjos contratuais que, através da cláusula de indexação, estipulem taxas de juros reais, ao invés de nominais. Nos últimos anos este aspecto da indexação vem atraindo muito a atenção dos teóricos monetaristas, que têm analisado o problema microeconômico envolvido em termos de modelo de um indivíduo que evita riscos na escolha de uma carteira de ativos ótima, quando um dos ativos disponíveis tem uma taxa de retorno cujo valor real é seguro, mas cujo valor nominal indexado não é⁽¹⁾.

De modo mais geral, a indexação “*strictu sensu*” implica que, não importa qual venha a ser a taxa de inflação efetiva, as partes envolvidas em um acordo indexado podem estar seguras no que diz respeito aos termos reais de troca durante o prazo do contrato. Desse ponto de vista, ficou claro para mim, a partir da discussão dos últimos dias, que o grau de indexação no Brasil é na realidade muito menor do que tinha pensado originalmente. Voltarei a esse ponto mais adiante.

Além do papel que pode desempenhar na solução desse problema de inflação não esperada, a indexação também pode ser importante devido ao fato de que não existe nenhuma economia em que **todos** os preços sejam determinados por um mercado que funciona livremente. A ausência de um mercado como esse pode tomar a forma, em um extremo, de uma economia operando sob um abrangente sistema de controle de preços, salários e taxa de câmbio. Porém, mesmo numa economia em que tais controles não existam formalmente, sempre há alguns preços administrados, particularmente de bens e serviços vendidos pelo governo ou sob sua supervisão (por exemplo, taxas de câmbio — até que recentemente se tornaram flexíveis —, tarifas de serviços de utilidade pública, e equivalentes). Também existem outras quantidades monetárias nominais determinadas pelos governos, tais como as faixas de imposto de renda.

Em todos esses casos, um processo inflacionário prolongado na prática levará, finalmente, a um aumento nas quantidades nominais em questão. Dessa forma, em face de uma infla-

(1) Veja Fisher [5], Liviatan e Levhari [8], e Levhari e Liviatan [7].

ção contínua, mesmo os preços controlados e as taxas de câmbio serão por fim elevados. E o mesmo ocorrerá para quantidades nominais como as faixas de imposto de renda e equivalentes. Entretanto, tais ajustamentos para cima normalmente só serão feitos com uma defasagem, devido ao embaraço do procedimento burocrático, ou possivelmente à necessidade de se submeter à ainda mais complicada ação legislativa. E o atraso de tais preços controlados, em relação ao processo inflacionário geral, levará, então, a distorção da estrutura de preços e de tudo que a segue.

O propósito da indexação nesses casos é então diminuir ou mesmo eliminar a defasagem no ajustamento dos preços oficiais. Como tal, seu papel é o de evitar as distorções — e mudanças na distribuição da renda real — geradas pelas defasagens que de outro modo existiriam. Mas isto não é a indexação no sentido estrito de remover incerteza sobre quantidades futuras reais. Correspondentemente, a utilização da indexação em tais casos (diferentemente de sua aplicação em contratos de empréstimo) não introduz fundamentalmente qualquer elemento basicamente novo na teoria microeconômica, todavia levanta de fato uma questão com respeito à teoria macroeconômica da inflação. O uso da indexação nesses contextos pode acelerar o processo inflacionário, particularmente no caso em que inflação de demanda e custo estão interagindo. Entretanto, deve-se enfatizar que o problema crucial aqui se situa na diferença (se é que há) entre a taxa em que a inflação prosseguirá digamos, com salários indexados automaticamente, e a taxa em que prosseguiria numa situação em que os contratos salariais são renegociados, por exemplo, todo ano. É preciso novamente enfatizar que é ingênuo supor que, na ausência da indexação, os salários monetários não aumentariam num processo inflacionário.

Naturalmente, é possível que em teoria a indexação possa incrementar a taxa de inflação, bem como desestabilizar o processo. Entretanto, o estudo de Cagan sobre hiperinflação [3] mostra como raramente os processos inflacionários se tornaram instáveis, mesmo nos casos mais extremos. De qualquer forma, um processo instável como esse não foi gerado pela utilização da indexação, nem em Israel nem no Brasil.

Retornemos agora às lições mais específicas que os países desenvolvidos podem aprender, a partir da experiência com a

indexação nesses dois países. Por conveniência, organizarei a discussão sob os seguintes títulos principais:

1 — Arranjos fiscais

2 — Arranjos contratuais

- (a) curto prazo (i) empréstimos
(ii) taxa salarial
(iii) taxa de câmbio

- (b) longo prazo (i) empréstimos
(ii) pensões e anuidades

Em relação aos arranjos fiscais, existem duas aplicações principais da indexação no Brasil: primeiro, no cálculo dos lucros para fins de taxaço; segundo, nos ajustamentos das faixas de imposto de renda ou de ganhos de capital. Embora haja um crescente número de exemplos entre as economias desenvolvidas da segunda dessas aplicações (por exemplo, no Canadá), não tenho conhecimento de tais exemplos com relação à primeira. Isso não significa que haja uma falta de reconhecimento nos países avançados quanto à implicação da inflação para o cálculo dos lucros, no verdadeiro sentido econômico do termo: isto é, quando livre de depreciação ao custo corrente de reposição. De fato, mesmo uma rápida inspeção dos vários livros de contabilidade durante as décadas passadas revela uma série de artigos sobre este assunto. Além do mais, suplementando seus descontos padrões de depreciação com descontos especiais (sob um nome ou outro) devidos ao aumento do custo efetivo de reposição de seus equipamentos, muitas firmas, nessas economias desenvolvidas, utilizam efetivamente a indexação na determinação de suas respectivas políticas de dividendos.

Do mesmo modo, o fato de que as leis tributárias desses países não permitam um ajustamento para cima da depreciação, que reflita os aumentos inflacionários nos custos de reposição, não é resultado de erro ou ignorância, mas de uma decisão implícita em taxar lucros inflacionários como lucros correntes ou, alternativamente, ganhos correntes de capital. E o fato de que estes não sejam “lucros econômicos verdadeiros” não é realmente relevante. Como meu velho professor Henry Simons costumava dizer — ao repudiar intolerantemente, como irrelevantes para a política tributária, os longos e complicados argumentos sobre se, do ponto de vista da teoria econô-

mica, os ganhos de capital são “realmente” renda — um governo é livre para taxar qualquer coisa que queira⁽²⁾.

E, no presente contexto, adicionaria que a inflação, como tão frequentemente se enfatiza, é um imposto sobre um tipo de ativo: a moeda. Por que, então, outras formas de ativos devem necessariamente ser isentas? Todavia é essencialmente isso que está envolvido na isenção dos aumentos inflacionários, digamos, do valor de bens imóveis da taxaço sobre ganhos de capital, que se verifica no Brasil.

Em resumo, a questão de indexar ou não a estrutura tributária não é uma questão de análise econômica correta ou incorreta. ao contrário, é uma questão de política tributária. Da mesma forma, a resposta a esta questão deveria se basear primeiramente em considerações de equidade. Ora, um processo inflacionário gera perdas líquidas para alguns indivíduos, e ganhos líquidos para outros. Assim sendo, certamente não há justificação para sustentar que, como uma questão de princípio, justamente aqueles indivíduos que se beneficiam de tais ganhos não deveriam ter que pagar impostos sobre eles. Não obstante, é isso que está contido na indexação do sistema tributário brasileiro.

A essa consideração de equidade pode se acrescentar a de eficiência, que Joseph Pechman enfatizou no transcórre desta conferência: isto é, a não indexação da estrutura tributária (como nos E.U.A.) reforça o efeito estabilizador automático do orçamento governamental.

Retornemos agora à utilização da indexação nos contratos privados. Em relação aos empréstimos de curto prazo, a indexação não é usada nem em Israel, nem no Brasil, provavelmente porque há menor divergência entre o que esperamos e o que efetivamente ocorre, quanto menor for o período para o qual precisamos formar expectativas. Além do mais, a perda gerada por tal divergência existirá somente durante o período relativamente curto do empréstimo. Assim sendo, em ambas as economias a taxa de juros de curto prazo é simplesmente determinada pelo mercado, e reflete em grande extensão a inflação esperada. Dessa forma, em Israel (que em 1973 e 1974 experi-

(2) Será interessante para o leitor consultar as razões de Simons para rejeitar a sugestão de que, para fins tributários, os cálculos de depreciação e ganhos de capital deveriam ser ajustados de acordo com as alterações no valor da moeda. (Simons [10], pp. 155-56).

mentou taxas anuais de inflação de 20% e 40%, respectivamente), a taxa de juros sobre empréstimos bancários é de 25-35%, enquanto que no Brasil, com suas taxas de inflação ainda mais altas, a taxa de empréstimo de curto prazo tem sido correspondentemente mais alta.

Nesse contexto, gostaria de enfatizar que, no Brasil, o uso do termo “indexação pré-fixada” da taxa de juros de curto prazo é uma designação incorreta. Tudo que efetivamente abrange tal “indexação” é um aumento da taxa de juros nominal a um nível fixado, mais alto, que não é afetado pela taxa de inflação efetiva verificada durante o período do empréstimo. Desse modo, não se trata de indexação no sentido verdadeiro de eliminar a incerteza com relação à taxa de juros real efetivamente paga. E imagino que o uso do termo “indexação” neste contexto é simplesmente um artifício semântico para contornar as leis da usura, que não consideram os pagamentos devidos à indexação como pagamentos de juros propriamente ditos.

Antes de retornar à indexação de empréstimos de longo prazo (e esta é realmente a aplicação característica da indexação), gostaria de dizer umas poucas palavras a respeito dos acordos salariais. Em consonância com o que disse acima, devo preliminarmente enfatizar que, ainda que este termo não seja usado em economias desenvolvidas (e de vez em quando o é), os acordos referentes aos salários monetários, determinados em tais economias por livres negociações coletivas entre sindicatos e empregadores, realmente levam em consideração as expectativas inflacionárias. Pela observação de seu comportamento, é difícil acreditar que qualquer das partes em tais acordos sofre ilusão monetária. Destarte, as economias desenvolvidas não precisam de lições das menos desenvolvidas, que adotam a indexação, quanto à desejabilidade de ajustar salários monetários a aumentos inflacionários.

Prosseguindo, eu diria que, em qualquer caso, existe alguma incerteza quanto à natureza da lição que se deveria aprender, a este respeito, a partir da experiência brasileira. A mesma colocação que fiz acima sobre a “indexação pré-fixada” da taxa de juros de curto prazo, no Brasil, também é aplicável a seu sistema de indexação dos salários: não se trata verdadeiramente de indexação. Este é particularmente o caso do período 1965-68, durante o qual a tão falada fórmula de indexação efetivamente consistia em fixar um certo salário monetário, que permanecia constante durante o ano em questão, sem considerar a taxa de inflação prevalecente. E, apesar de a fórmula ter

sido revista em 1968, de molde a corrigir o salário monetário do ano seguinte, devido à subestimação da taxa de inflação durante o ano precedente, a fórmula continuou a especificar um salário monetário que permanecia constante, não importando a taxa efetiva de inflação.

Talvez a forma mais simples de apresentar aqui minha posição seja assinalar que muito se debateu durante esta conferência sobre se os salários reais no Brasil declinaram ou não, durante alguns dos anos que se seguiram à introdução da fórmula de indexação salarial: mas se essa fórmula tivesse proporcionado a indexação, no verdadeiro sentido do termo, então, por definição, os salários reais não poderiam ter declinado. Assim, não posso fugir à conclusão — confirmada pelas contribuições, por exemplo, de Fishlow ([6], pp. 266-68) e Baer e Beckerman ([7], pp. 38 e 44) a esta conferência — de que aquilo que se tem denominado “indexação salarial”, no Brasil, representa realmente um artifício pelo qual o governo leva a cabo uma política salarial que, pelo menos durante alguns anos, envolveu uma redução na taxa de salário real.

Minha observação de que a fórmula de indexação salarial brasileira não tem correspondido à verdadeira indexação também pode ser efetuada através de uma comparação com a fórmula de Israel. Em particular esta fórmula é representada por um provimento explícito ou implícito nos acordos salariais em Israel, no sentido de que, se a taxa de inflação exceder uma certa quantia, então a compensação do custo de vida é aumentada de acordo, mesmo durante o curso do contrato de trabalho. Desta forma, a indexação realiza seu verdadeiro propósito de ajustar os salários monetários a taxas não esperadas de inflação. Entretanto, devo admitir que, nos últimos anos, tais ajustamentos não têm sido automáticos, mas tanto seu alcance como velocidade têm sido objeto de negociações intensivas, levadas a cabo com a participação direta do Governo. Ao mesmo tempo, o fato de os salários reais, em Israel, terem crescido continuamente, faz com que essa reserva fique menos significativa do que o seria de outro modo⁽³⁾.

Discutimos também, nesta conferência, a respeito da aplicação, no Brasil, da indexação à taxa de câmbio — embora tenhamos aprendido que esta aplicação não é automática, e envolve alguma arbitrariedade de julgamento por parte das auto-

(3) Veja Brenner e Patinkin [2] para pormenores adicionais.

ridades. De qualquer modo, o rápido ajustamento da taxa de câmbio é uma lição que bem pode ser aprendida por qualquer país (tal como o meu) que impõe um sistema de controles de câmbio em uma economia que sofre de inflação. Em particular, a situação em Israel é tal que, apesar da inflação, a taxa de câmbio vem sendo ajustada por desvalorizações oficiais somente a cada poucos anos. Assim, nos períodos intermediários são geradas distorções que, somente em parte, têm sido eliminadas por alterações administrativas bem mais frequentes na taxa de câmbio efetiva. Assim, muitos economistas em Israel sentem que deveríamos extrair lições das experiências brasileiras com as “minidesvalorizações cambiais”⁽⁴⁾.

Com respeito às economias desenvolvidas, uma lição ainda melhor foi obtida nos últimos anos: decidiu-se tratar o problema das taxas diferenciais de inflação, nos vários países, adotando um sistema de taxas de câmbio flexíveis. Assim, essas economias utilizam o mercado livre — contra o artifício da indexação — para tratar os problemas de ajustamento criados pela inflação.

Retornemos agora à indexação dos empréstimos de longo prazo. Neste caso se verifica a verdadeira indexação, tanto no Brasil como em Israel, embora não tenha sido tão abrangente como se possa pensar. Em ambos os países o governo continua a tomar emprestado do setor privado, através da emissão de títulos indexados. Entretanto, em ambos se vem observando um significativo retrocesso, durante os anos passados, no grau de indexação aplicado pelo governo a seus próprios empréstimos ao setor privado. Dessa forma, em meados dos anos sessenta, o governo de Israel abandonou efetivamente sua política de empréstimos indexados provenientes de seu Orçamento de Desenvolvimento. Em particular, tal indexação foi substituída por uma taxa nominal de juros fixada, mais alta, que incluía um “prêmio contra a inflação”. E, como já se explicou, não obstante o termo, tais empréstimos não são realmente indexados. Em vista de taxas de inflação moderadas e razoavelmente estáveis, que marcaram os anos sessenta em Israel, o abandono da indexação não criou muitos problemas naquela época. Entretanto, tudo isso se alterou nos últimos anos quando, apesar das taxas de inflação extremamente altas e variáveis, o governo recusou

(4) Desde que esta discussão se colocou, Israel adotou, em junho de 1975, algo semelhante às “minidesvalorizações”, embora sem referência a qualquer fórmula específica.

retomar a indexação e, somente com grande relutância, elevou a taxa nominal de juros fixada sobre seus empréstimos. Este não restabelecimento da indexação foi severamente criticado por muitos economistas em Israel, mas sem nenhum proveito⁽⁵⁾.

Parece-me que algo similar vem ocorrendo no Brasil, particularmente a partir da recente reintegração da taxa de inflação. Por conseguinte, o trabalho de Baer e Beckerman ([1], pp. 43-44) explica que os empréstimos governamentais às “indústrias básicas” não são indexados. O mesmo ocorre nos empréstimos à agricultura. Além do mais, mesmo quando os empréstimos são indexados por uma “correção monetária”, nem sempre exige o governo que a correção seja total. Assim, ouvimos do Ministro da Fazenda, nesta conferência, que a “correção monetária” que incide sobre as hipotecas governamentais se limitou a 20% no ano passado, a despeito da “correção” muito mais alta, exigida pela taxa de inflação efetiva. Além disso, existem alguns empréstimos governamentais para os quais se especifica uma “correção monetária máxima” que tem estado bem abaixo de qualquer taxa realista de inflação esperada⁽⁶⁾. Assim, exatamente como no caso da “indexação pré-fixada” dos empréstimos de curto prazo, estes são empréstimos efetivamente não indexados, com uma taxa nominal de juros fixada.

Em resumo, acho que ainda necessitamos de um estudo sistemático e minucioso sobre a política de empréstimos do governo brasileiro, que determinasse a percentagem de seus empréstimos aos quais se tem aplicado efetivamente uma “correção monetária”, bem como da extensão de tais “correções”, quando aplicadas. E penso que um estudo como esse mostraria que, somente de uma pequena parte de seus empréstimos, o governo brasileiro exige a “correção monetária” total requerida pelos efetivos aumentos inflacionários.

Outro aspecto significante das experiências, tanto de Israel como do Brasil, consiste em que, embora as empresas privadas não financeiras venham desejando empréstimos indexados do

(5) Veja Brenner e Patinkin [2].

(6) Com relação a este ponto, agradeço a um memorando de Werner Baer, não publicado, datado de abril de 1975. Em uma carta mais recente, comentando este trabalho, Baer informou-me também de que, nos meses que se seguiram à Conferência de São Paulo, houve mais uma erosão no uso da indexação. Desse modo, todos os empréstimos do Banco de Desenvolvimento têm, agora (outubro de 1975), uma “correção monetária” máxima de 20%, apesar da taxa de inflação muito mais alta que prevalece atualmente.

governo, geralmente isto não se dá com os empréstimos junto ao público⁽⁷⁾. Isto pode representar o simples fato de que, em vista do subsídio envolvido, as firmas podem obter crédito do governo em condições melhores que dos emprestadores privados. Em particular, isso reflete provavelmente a opinião das empresas de que o governo, de forma diferente dos credores particulares, não insistirá realmente na exigência do pagamento totalmente indexado de seus empréstimos, o que colocaria uma carga excessivamente onerosa sobre eles. E, pelo que conheço da experiência israelense, bem como da impressões que acabei de descrever sobre a brasileira, julgo que a confiança um tanto cínica das empresas a respeito desse resultado, em ambos os países, têm sido bem justificadas na prática!

Segue-se que uma das inferências que **não** se pode sacar das experiências israelense e brasileira é a de que as empresas privadas desejarão empréstimos indexados em um mercado livre de capitais. Entretanto, de certo modo, não precisamos dessas experiências para esse propósito: o fato é que, apesar de ausência de restrições legais ou institucionais sobre empréstimos indexados em muitos países desenvolvidos (em particular nos Estados Unidos), as empresas privadas não têm tomado tais empréstimos⁽⁸⁾. Isso nos leva a suspeitar de que pode haver razões econômicas básicas para a relutância das empresas em se comprometerem com tais empréstimos indexados, e este tem sido o enigma examinado, na literatura teórica a que nos referimos acima (nota de rodapé n.º 1). Por outro lado, não se pode deixar de lado a possibilidade de que as empresas, em economias desenvolvidas, ainda se encontram em meio a um processo de aprendizagem (afinal de contas, uma inflação contínua de dois dígitos em tais economias é um fenômeno relativamente re-

(7) Entretanto, deve-se notar que, antes que os empréstimos governamentais se tornassem facilmente disponíveis, havia alguns exemplos de empresas israelenses emitindo títulos vinculados ao preço de seus próprios produtos. A significância desta escolha pode repousar no fato de que os lucros de uma firma estão mais altamente correlacionados com seus próprios preços que com um índice geral de preços. Veja Brenner e Patinkin [2].

(8) O fato de que o exemplo frequentemente citado de "título estabilizado" de Irving Fisher (emitido em 1925 pela Rand Kardex Co., a precursora da Remington-Rand) é o único exemplo assim citado simplesmente reforça esta colocação. É também significativo que Irving Fisher foi um dos fundadores e principal acionista da Rand-Kardex, e o homem mais persistente e insistente, que nunca se cansou de repisar um ponto! Devo também notar que o título de Fisher era indexado somente no caso de que o aumento de preço excedesse 10%. (Fisher [4], pp. 112, 387-89; Reeve [9], p. 164).

cente) e que, conseqüentemente, começarão a emitir títulos indexados, desde que tenham aprendido a aceitar tais taxas de inflação como parte dos fatos da vida econômica.

Naturalmente, podemos retomar a questão precedente e arguir sobre o que há na natureza dos governos (e os governos de Israel e do Brasil são os casos em questão) que os torna, ao contrário das empresas privadas, desejosos de emitir títulos indexados? Uma resposta possível é a de que os governos podem se comprometer com tais obrigações indexadas, porque sua renda (isto é, suas receitas tributárias futuras) é também na realidade indexada (a saber, ao PNB nominal). Então, a questão emergente é a de se isso seria, na prática, muito diferente da renda dos grandes conglomerados privados, que produzem uma série de produtos diversificados.

Assim, podemos basicamente ter que lançar mão do fato essencial de que um governo pode se comprometer com tais obrigações porque tem o poder de imprimir moeda e, por conseguinte, não pode ir à falência, por definição. Entretanto, acho que mesmo esta não é uma resposta completa. As empresas privadas também se expõem ao perigo da falência quando emitem um título com juros fixados. E, intuitivamente, não me parece razoável assumir que os perigos de falência devam ser sempre maiores com um título indexado.

De qualquer forma, vamos aceitar que as economias desenvolvidas continuarão a enfrentar uma situação em que não haverá oferta de títulos indexados por parte das firmas privadas. A questão que surge então é no sentido de se os governos de tais países devem, eles próprios, ofertar tais títulos. E minha opinião — baseada principalmente na experiência de Israel, mas creio que também no caso do Brasil — é que eles deveriam. Devido à existência de títulos indexados facilmente disponíveis, em Israel, grupos fracos, como aposentados e pequenos poupadores, foram capazes de se proteger contra as graves injustiças que a inflação tão frequentemente lhes inflige. Desse ponto de vista, a emissão de títulos indexados pelo governo pode ser considerada como provisão de um “bem público” que, por várias razões, não é suprida pelo setor privado.

Outro benefício social que deriva da existência de títulos indexados reside em que isso possibilita aos indivíduos protegerem o valor real de suas poupanças, através da aquisição de um ativo financeiro, ao invés de um ativo físico. Em economias inflacionárias, nas quais somente a última alternativa

existe, há uma tendência a desviar os recursos produtivos para a produção excessiva de ativos físicos (de que as construções configuram o exemplo principal), em resposta à demanda dos indivíduos para a aquisição de tais ativos, como proteção contra a inflação.

Entretanto, existe um ponto importante sobre o qual devo enunciar uma nota de cautela. As economias de Israel e do Brasil são, ao mesmo tempo, economias que têm emitido um grande volume de títulos governamentais indexados, e cujos mercados de capitais não se desenvolveram — e aqueles podem representar, em parte, a causa da situação destes. Assim, em Israel frequentemente se ouve reclamar que as empresas privadas não podem emitir títulos que possam competir com os títulos governamentais indexados, embora isto também reflita, em parte, o tratamento tributário preferencial da renda derivada de títulos do governo. Ora, um mercado livre de capitais é um dos componentes delicados e cruciais de um sistema de mercado eficiente. Desse modo, penso que, se os governos das economias desenvolvidas decidissem emitir títulos indexados, deveriam tomar muito cuidado ao fazê-lo, de forma a não prejudicar a eficiência do mercado de capitais. Assim, se aceitarmos a visão de que os governos de economias desenvolvidas deveriam emitir títulos indexados como um bem público para suprir certas necessidades de equidade, então deve-se primeiramente emitir títulos como estes, em quantias limitadas, determinadas por tais necessidades (por exemplo, restrito apenas aos fundos de pensão). Este é um problema que requer muito mais estudo.

Gostaria de concluir com esse tema sobre a equidade. Já enfatizei o fato evidente de que o interesse pela indexação não é um problema de análise econômica verdadeira ou falsa. Nem a indexação constitui uma panacéia para a inflação, ou mesmo uma forma de afetar basicamente seus efeitos. E considero particularmente ingênuo pensar que o fato de um governo saber que seu débito é indexado o levará a corrigir seus aspectos inflacionários. Basta salientar que as respectivas taxas de inflação, tanto em Israel como no Brasil, têm aumentado agudamente em anos recentes! Portanto, em meu entender, o interesse pela indexação em quaisquer economias — altamente desenvolvidas, bem como menos desenvolvidas — deve repousar primeiramente em considerações de equidade: pela razão de que a indexação, em particular a de obrigações de longo prazo, auxilia a evitar as injustiças mais extremas que vêm sendo geradas tão frequentemente por processos inflacionários.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- [1] BAER, W. e BECKERMAN, P. — “Indexing in Brazil”, *World Development*, II, N.º 10-12, outubro-dezembro, 1974, pp. 35-47.
- [2] BRENNER, R. e PATINKIN, D. — “Indexation in Israel”, Universidade Hebraica de Jerusalém, Departamento de Economia, Relatório de Pesquisa N.º 76: Trabalho apresentado na Conferência da Associação Econômica Internacional sobre “Teoria da Inflação e Política Antiinflacionária”, Saltsjobaden, Suécia, 28 de agosto — 3 de setembro, 1975.
- [3] CAGAN, P. — “The Monetary Dynamics of Hyperinflation” in *Studies in the Quantity Theory of Money*, ed. Milton Friedman, Chicago: Editora da Universidade de Chicago, 1956.
- [4] FISHER, I. — *Stable Money*, Nova Iorque: Adelphi Press, 1934.
- [5] ————— — “The Demand for Indexed Bonds”, *Journal of Political Economy*, LXXXIII, N.º 3, pp. 509-534.
- [6] FISHLOW, A. — “Indexing Brazilian Style: Inflation without Tears?”, *Brookings Papers on Economic Activity*, N.º 1, 1974, pp. 261-282.
- [7] LEVHARI, D. e LIVIATAN, N. — “Some Further Aspects of the Theory of Indexed Bonds”, Universidade Hebraica de Jerusalém, Departamento de Economia, trabalho apresentado na Conferência da Associação Internacional de Economia sobre “Teoria da Inflação e Política Antiinflacionária”, Saltsjobaden, Suécia, 28 de agosto — 3 de setembro, 1975.
- [8] REEVE, J. — *Monetary Reform Movements*, Washington, D.C.: The Bonds”, Universidade Hebraica de Jerusalém, Departamento de Economia, Trabalho em Andamento N.º 67, 1975.
- [9] REEVE, J. — *Monetary Reform Movements*, Washington, D.C.: The American Council on Public Affairs, 1943.
- [10] SIMONS, Henry C. — *Personal Income Taxation: The Definition of Income as a Problem of Fiscal Policy*, Chicago: Editora da Universidade de Chicago, 1938.