

## Capítulo 2

### As três faces da moeda: do nominalismo à desindexação

*“A moeda não é um mecanismo; é uma instituição humana, uma das mais notáveis instituições humanas”*  
John Hicks<sup>1</sup>

*“A confusão entre as ramificações das ciências do Direito e da Economia em nenhuma outra área são mais frequentes e mais vulneráveis a consequências nocivas que na esfera específica da teoria monetária”*  
Ludwig Von Mises<sup>2</sup>

Uma das formas de se entender os acontecimentos de 1933, o ponto de partida dos dramas narrados neste volume, é notar que a partir dessa data deixamos para trás uma organização monetária intuitiva e natural, de tal sorte que, ao passar para o terreno das convenções sociais e das imposições das leis, uma matéria aparentemente simples, como a própria definição de moeda, se tornou assunto de azeda controvérsia entre advogados e economistas. O distanciamento entre estas duas esferas do conhecimento serve muito bem para assinalar o fim de uma era de espontaneidade, em que as organizações e instituições associadas à moeda e ao crédito procuravam espelhar-se na Natureza, em hábitos imemoriais ou em versões idealizadas destes. O ordenamento jurídico em assuntos monetários estabelecido a partir de 1933 – no centro do qual passava a reinar o papel moeda de curso forçado –, perdeu, assim, sua “naturalidade” a fim de se fazer consistente com uma nova ordem econômica cuja lógica, ou falta dela, estava associada justamente à ideia de *dar poderes aos homens para transcender as limitações da natureza e da tradição*. Era uma revolução destituída de programa, onde o velho regime se desintegrava em decorrência de suas contradições internas, mas não havia clareza sobre a nova ordem. Ao contrário, parecíamos entrar em um território maleável, tentativo e turvado por dúvidas básicas sobre a verdadeira índole desse fenômeno tão absolutamente central para a economia moderna, sobre a natureza das obrigações que a moeda passava a representar e a quem pertenciam.

A moeda fiduciária, criatura já bem conhecida, mas ainda não inteiramente domesticada, longe disso, por longo tempo havia ficado aprisionada no terreno das heresias, sempre cercada de sentimentos oscilando entre o temor e a excitação. Irving Fischer havia dito em 1911 que “o papel moeda inconvertível, quase que invariavelmente, revelou-se uma maldição para o país que o adotou”, conforme repetidamente lembrado por Milton Friedman depois de desaparecerem os últimos vestígios de padrão ouro nos EUA em 1971<sup>3</sup>. Em 1933,

---

<sup>1</sup> Hicks, 1967, p. 59.

<sup>2</sup> Mises, 1953, p. 60.

<sup>3</sup> Friedman, 1993, p. 1.

entretanto, a maldição emergia como uma espécie de “resposta criadora”, no sentido schumpeteriano, vale dizer, como inovação que muda os termos da crise, remove obstáculos e libera potenciais reprimidos. Não havia um enredo definido para o que aí se iniciava, as novidades foram se sucedendo ao ritmo das urgências e inevitabilidades, e sempre com o apelo a circunstâncias excepcionais. Novamente se falava em soluções temporárias, mas, diferentemente da década de 1920, quando ainda se acreditava no retorno à normalidade pré-1914, desta vez, havia consciência que não havia retorno. Dessa forma, os improvisos perpetrados nos primeiros anos foram deitando raízes e germinando frondosamente em direções insuspeitadas.

Este capítulo trata especificamente de mudanças na natureza e na legislação sobre a moeda decorrentes do colapso e abandono definitivo do padrão ouro no Brasil<sup>4</sup>, da adoção do papel moeda de curso forçado e de seus desdobramentos diante do fenômeno inflacionário e das realidades tecnológicas e sociais do século XXI e da globalização. Do metalismo, ainda que teórico, vamos ao nominalismo, depois ao valorismo aberto e terminamos numa desindexação qualificada. Outros desdobramentos dessas mesmas transformações no terreno cambial e bancário, bem como no tocante à criação de um banco central no Brasil, serão tratados em capítulos posteriores.

Uma descrição muito própria do processo de decadência e abandono do padrão ouro é a do filósofo Georg Simmel, segundo o qual se observa, ao longo desses anos, uma “afirmação progressiva da função sobre a substância do dinheiro”<sup>5</sup>, o que se mostra particularmente revelador tendo em vista a diátribe entre economistas e advogados no terreno das definições. A abordagem axiomática e funcional habitualmente adotada pelos economistas para a definição de moeda é simples: moeda é *tudo aquilo* que possui, *em alguma medida*, três propriedades básicas: meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor. Moedas estrangeiras, ativos líquidos, títulos ou metais, bem como conchas, pedras preciosas e ornamentos, por exemplo, todos podem ser considerados “moeda” *em algum grau*, pois com ela competem, ou a substituem em algumas de suas funções, assim compartilhando parte de sua substância e utilidade. A tecnologia e a inovação financeira, sobretudo diante da inflação e da globalização, modificariam amplamente essas possibilidades, como teremos a oportunidade de discutir ao longo desse volume.

---

<sup>4</sup> A rigor, o abandono definitivo se dá em 1995 com a revogação da “cláusula ouro” que, até então, estava suspensa. Nos EUA, algo semelhante ocorre, eis que a propriedade privada de ouro passou a ser ilegal em 1933, o que resultava na inutilidade das cláusulas de conversão em ouro, que passaram a ser importantes, anos depois, para fins de fixação de taxas de câmbio, quando outros estados nacionais passaram a demandar a conversão em ouro de seus dólares, faculdade finalmente eliminada em 1971.

<sup>5</sup> Poggi, 1993, p. 158.

Os advogados observam o assunto de um ângulo diferente: “como regra – diz F. A. Mann, uma das maiores autoridades em direito monetário no mundo de língua inglesa<sup>6</sup> – a visão do economista que a moeda é tudo que funciona como moeda é inaceitável aos advogados.”<sup>7</sup> Nussbaum, outra sumidade no assunto, no prefácio a seu estudo clássico de 1950, queixa-se de uma resenha feita por um economista, que o acusa de tentar estabelecer “uma diferença de espécie, em vez de uma questão de grau”, entre a moeda e seus substitutos próximos. Segundo ele explica: “é preciso admitir que existe uma escala quase contínua de coisas com graus diferentes de *moneyness* (sic). Entretanto, um tribunal confrontado por um litígio em torno do significado do termo ‘moeda’ em um contrato, testamento, estatuto, etc., precisa estabelecer definitivamente se a coisa em discussão é ou não é ‘moeda’.”<sup>8</sup>

De seu lado, os economistas admitem vagamente que existe uma *moeda nacional*, conceito normalmente pertencente aos juristas, sobretudo depois da generalização do papel moeda inconversível, quando o dinheiro deixa de ser “universal”, ou seja, composto de meros “recortes” e “representações” dos mesmos metais preciosos. É quando as taxas de câmbio começam a flutuar de verdade, impulsionadas por percepções sobre a solidez de cada um dos emissores, como se os mercados deliberassem sobre riscos e retornos, ou sobre a qualidade de cada moeda. Para os economistas, a moeda de pagamento é como uma imposição tecnológica sobre as transações, um insumo, ou um coeficiente técnico à moda de Leontief pelo qual fricções de tempo e espaço exigem a intermediação do meio de pagamento com pequenos custos de transação e externalidades de rede. Como “ativo”, ou como instrumento líquido de armazenamento de poder de compra, a moeda é vista pelos economistas como o de menor risco e a ênfase reside nas gradações, elasticidades de substituição, e nas múltiplas possibilidades de variáveis e instrumentos de política monetária e de administração do sistema financeiro. O interesse dos economistas em uma definição de moeda teve seu momento de maior popularidade nos anos 1970 e 1980, os anos mais importantes da revolução monetarista, quando os bancos centrais de toda parte se entregavam à tarefa de controlar “agregados monetários” - base monetária, M1, M2, M3, etc. – conforme a sua correlação com a inflação, e como um regulador da energia elétrica controla e otimiza a vazão dos reservatórios. Nesse apogeu monetarista, a moeda seria *tudo aquilo* que tinha correlação positiva com o PIB nominal, e tanto *mais moeda*, ou mais importante para a política monetária, quanto maior a correlação. Quando essas correlações parecem desaparecer nos anos 1980, por variados motivos, sobretudo inovação financeira e novas

---

<sup>6</sup> Conforme observa Arnoldo Wald, 2002, p. 26.

<sup>7</sup> Mann, 1992, p. 5.

<sup>8</sup> Nussbaum, 1950, p. vi.

tecnologias de pagamentos, e os bancos centrais se voltam para a estratégia conhecida como “metas para a inflação”, o interesse nos “agregados monetários” praticamente desaparece entre os economistas.

O ordenamento jurídico que se firma após 1933 afrontava esta definição funcional da moeda ao deixar de reconhecer na moeda, agora, muito mais claramente uma criatura da lei, a propriedade de guardar poder de compra no tempo, sendo difícil desligar desta abordagem a circunstância específica de abandono do ouro como padrão monetário universal nos anos 1930. Naquele momento particularmente delicado, a transição do ouro para o papel, empreendida através da declaração de “curso forçado”, ou da inconvertibilidade, era equivalente à supressão de qualquer noção de “valor intrínseco” da moeda, ou ao cancelamento de uma “garantia” que a tornava uma espécie de certificado de depósito de metal precioso, este sim, o verdadeiro valor. Era a extinção de um direito e de uma dívida, um início pecaminoso para esta nova fase da história monetária do planeta. As leis de diferentes países, como veremos na seção 2.2, em suas definições, invariavelmente confundiam a moeda com o metal, e especificavam, com diferentes sintaxes, uma unidade de conta ideal, inscrita junto às normas sobre pesos e medidas, que ganhava em lei uma denominação apelando aos símbolos da identidade nacional. A moeda nacional era apenas um “recorte” do metal, portanto, era inevitável que se tomasse a declaração de “curso forçado” como uma espécie de descumprimento de uma obrigação (*default*) do Estado com relação aos detentores da moeda que apenas *representava* o metal, ou como um ato confiscatório que subtraía da moeda uma parte inerente e aparentemente inseparável da sua constituição. A inconvertibilidade era vista como desrespeito a um contrato e situação que colocava seus detentores no polo passivo de controles cambiais e de incontáveis restrições de acesso ao lastro do papel.

Foi sempre assim que se tratou o “curso forçado” durante o século anterior a 1933 em qualquer parte e também no Brasil. Na grande maioria dos episódios a declaração de inconvertibilidade, ainda que temporária, vinha acompanhada de uma mudança na “paridade”<sup>9</sup> que era percebida exatamente como uma redução no “conteúdo metálico” da moeda (*debasement*), uma esperteza típica dos monarcas de uma época onde apenas havia a moeda metálica. A percepção de “diluição do lastro” através de “excesso de emissões” era recorrente no Brasil Império e fazia emergir sempre o mesmo diagnóstico enunciado por David Ricardo em 1810 por ocasião da primeira fase das clássicas controvérsias inglesas

---

<sup>9</sup> No mundo anterior a 1933, a mudança de paridade era chamada de “desvalorização”, termo que mudaria de sentido nos anos a seguir para designar o que, antes de 1933, se conhecia como “depreciação”.

sobre a moeda<sup>10</sup>. O Brasil do século XIX está repleto dessa mesma contrariedade e também de referências a Ricardo e sua métrica infalível para a “superabundância” de meio circulante: o “ágio sobre o ouro” ou o “câmbio abaixo do par”<sup>11</sup>, nem sempre bem compreendidas na historiografia. Independente do mérito, nas querelas entre metalistas e papelistas, é inequívoco o justificado mau humor dos portadores de moeda diante do câmbio e da percepção de que a incapacidade de oferecer conversibilidade era vista como uma espécie de ‘confisco’, na linguagem da atualidade. Celso Furtado<sup>12</sup>, por exemplo, não compreende o mal-estar e, a propósito do “homem público brasileiro da época”, afirma que:

A inibição mental para captar a realidade de um ponto de vista crítico-científico [era] particularmente óbvia no que diz respeito aos problemas monetários. ... O político brasileiro, com formação de economista, estava preso por uma série de preconceitos doutrinários em matéria monetária, que eram as regras do padrão-ouro. Na moeda que circulava no Brasil via-se apenas o aspecto ‘patológico’, ou seja, sua ‘inconvertibilidade’. ... Ao historiador das ideias econômicas no Brasil não deixará de surpreender a monótona insistência com que se acoima de aberrativo e anormal tudo que ocorre no país: a inconvertibilidades, os *déficits*, as emissões de papel moeda. Essa ‘anormalidade’ secular não chega, entretanto, a constituir objeto de estudo sistemático.

Dentre os conceitos que se estabeleceram, ou foram reforçados, em 1933 estava a convenção já fixada em lei pela qual a moeda nacional era de aceitação obrigatória para liquidar obrigações, porém, seu valor passava a ser formalmente indeterminado. Era o reconhecimento de que o valor da moeda em relação aos metais, às moedas estrangeiras e às mercadorias em geral, pertencia ao mercado, uma região cada vez mais desconhecida além do alcance dos soberanos e portanto *não era matéria que se pudesse se determinar no texto da lei*. A definição jurídica de moeda, adotada a partir dessa transição, deixava clara esta fronteira: de acordo com a vetusta formulação de Mann, a qualificação de moeda “deve ser atribuída a todos os bens que, emitidos pela autoridade de uma lei e denominado com referência a uma

<sup>10</sup> A melhor referência para este debate continua sendo o trabalho original de Ricardo (*The high price of bullion, a proof of the depreciation of bank notes, 1810-1811*), escrito em 1810. Para resenhas extremamente informativas e úteis sobre o conteúdo das controvérsias inglesas, e em outras partes, veja-se Kindleberger, 1985 e Viner, 1937.

<sup>11</sup> Eis uma explicação: “Se a razão entre o ouro em circulação na forma de moedas nacionais e estrangeiras e a quantidade total de papel moeda é menor que um, tudo se passa como se o papel *tivesse menos ouro embutido* do que deveria ter. O ouro se torna escasso relativamente ao papel, e assim se tornará caro relativamente à paridade, ou seja, terá ágio. A paridade aqui é mera convenção, consiste na exata quantidade de ouro que deve estar contida no interior de uma unidade monetária nacional na forma de moedas de ouro e/ou prata e também nas cédulas feitas de papel. Quando “estamos” no padrão ouro, o papel moeda é conversível, ou livremente trocável por ouro à taxa de paridade, como se moeda metálica fosse. Se há emissões adicionais de “papel”, desequilibrando a relação entre ouro e papel, tudo se passa como se o Estado mandasse fazer mais moedas de ouro do que existe para fundir, o que necessariamente levaria à redução do conteúdo de ouro nas moedas. Tenha-se claro que dizer que há “ágio sobre o ouro”, ou que há “excesso de papel”, é o mesmo que dizer que a taxa de câmbio, ou o preço do “papel” relativamente ao ouro (ou à libra esterlina que era plenamente conversível, e, portanto, representativa de determinada quantidade de ouro) está abaixo (mais desvalorizada) do par.” Cf. Franco, 2005, pp. (Ruy...)

<sup>12</sup> Furtado, 1974, p. 160.

unidade de conta, se prestam a servir como meio de pagamento universal no Estado onde foi emitida.”<sup>13</sup>

Aos olhos distraídos de um economista, portanto, a ordem jurídica passou a reconhecer apenas duas das três faces econômicas da moeda, embora a terceira, a propriedade de guardar valor, ou de armazenar poder de compra, não tivesse desaparecido por inteiro do mundo jurídico, como teremos a oportunidade de verificar adiante, especialmente em razão do extraordinário crescimento da inflação a partir do pós-guerra. Conforme a aguda observação de Tulio Ascarelli, outro gigante do direito monetário, “o princípio do valor nominal não equivale ... a uma declaração legal de constante irrelevância das oscilações do poder aquisitivo da moeda”<sup>14</sup>. Entretanto, esta sutileza não estava clara em 1933, e apenas despertaria atenção muitos anos depois, quando a inflação se tornou alta generalizada.

É claro que há um tanto de arbitrariedade, e mesmo certa redundância, ao se admitir que moeda é *tudo aquilo* que a lei define como tal. Pode ser incomum que Estado declare que é “moeda”, ou de aceitação obrigatória, um instrumento que o mercado não aceita como tal, e estabelecer sanções severas para a sua recusa. Muito mais comum, todavia, é que a moeda encontre dificuldades de aceitação *no valor fixado em lei*, quando esta se aventura a fazê-lo. Era exatamente esta a dificuldade em 1933, no Brasil como no resto do mundo, e diante do colapso prático e também conceitual do padrão ouro, havia enorme e compreensível resistência no mundo jurídico em reconhecer um novo padrão monetário que se baseasse em “valores reais”<sup>15</sup>, face às consequências de tal entendimento para as obrigações nascidas no período anterior a 1933, embora esta possibilidade tivesse sido objeto de cogitação entre economistas<sup>16</sup>. A opinião dominante em 1933, entretanto, era de que não era mais o caso de uma mudança de paridade, mas uma de paradigma.

Naquele momento, o aspecto mais caracteristicamente revolucionário das reformas monetárias varrendo o planeta era o que pode ser descrito como uma *inversão do polo da*

---

<sup>13</sup> Mann, 1992, p. 8. A definição é mesma adotada por juristas brasileiros de nossos dias: de acordo com Antonio Mendes e Edson Bueno Nascimento, a moeda é “um título de poder liberatório emitido pelo Estado, com curso forçado decorrente de lei e com aceitação obrigatória para cancelar débitos”, *cf.* Mendes & Nascimento, 1991, p. 38.

<sup>14</sup> Ascarelli, 1945, p. 188.

<sup>15</sup> Conforme argumenta Alfred Nussbaum, a lei não deve definir moeda a partir de “certo poder de compra” ou de “valores reais”, pois isso implicaria “na obrigação, por parte dos possuidores de mercadorias, de entregarem-nas em troca de moeda. Isso é legalmente indefensável e questionável também do ponto de vista econômico. A moeda, como meio de troca geral, ordinariamente dá acesso a mercadorias, entretanto, o estabelecimento de qualquer outra relação mais forte entre o detentor individual de moeda e o estoque disponível de mercadorias carece de fundamento”. *Cf.* Nussbaum, 1950, p. 12

<sup>16</sup> A busca de um padrão de valor que seja estável no decorrer do tempo sempre esteve presente nas cogitações dos economistas: William Stanley Jevons e também Irving Fischer estudaram seriamente o assunto.

*obrigação*, pois daquele momento em diante, era o indivíduo que estava obrigado a aceitar aquele instrumento pelo valor nominal ali especificado enquanto o Estado se livrava das obrigações que possuía quanto à conversibilidade e também relativas ao poder de compra da moeda de forma mais geral. *Quem se obrigava, passava a obrigar*, e o valor que estava sob a guarda das autoridades jamais foi recuperado ou redefinido. Ao deixar de reconhecer qualquer conceito de “valor da moeda”, e estabelecer apenas a obrigatoriedade de aceitação da moeda pelo seu valor nominal – daí a terminologia “nominalismo” – sem indicação sobre os valores (reais) a serem adotados pelos detentores de moeda e de mercadorias e serviços, o Estado parecia se afastar das obrigações de: (i) indenizar os detentores de moeda conversível pela perda do direito ao lastro, ou ao valor do lastro, e nos primeiros tempos se protegeu sob a alegação da temporariedade e da força maior; (ii) manter estável o poder de compra do papel moeda cuja obrigatoriedade de aceitação acabava de ser estabelecida ou reforçada, assunto que poderia ser parcialmente mitigado pelo fortalecimento de bancos centrais e de outras instituições com esta missão; e (iii) regular as relações privadas que foram desequilibradas em decorrência das variações no poder de compra da moeda da obrigação, ou pela mudança na moeda da obrigação, por conta da introdução do curso forçado.

Sobre este último tópico referente aos contratos privados, é de se ter em conta que, na vigência do padrão ouro, quando a moeda era algo mais implicitamente internacional do que em qualquer outra época, a maioria das legislações nacionais admitia o que se conhece como “cláusula ouro”, isto é, a contratação de obrigações pecuniárias em moeda estrangeira com pagamento nesta, em ouro ou em moeda nacional ao câmbio do dia. Este fenômeno que contemporaneamente se designa como “dolarização”, ou “indexação cambial”, era não apenas muito disseminado durante a vigência do padrão ouro, como uma de suas principais características, sobretudo quando este sistema era observado do ângulo dos agentes privados. Havia, portanto, na vigência do padrão ouro, conversibilidade em metal tanto da relação entre o Estado e o cidadão como nas relações privadas e nos termos em que os indivíduos julgassem próprios para si.

Em 1933, todavia, junto com a introdução do curso forçado, essas cláusulas foram proibidas e seus efeitos tornados nulos de forma retroativa, à semelhança dos processos de “desindexação” nos planos econômicos heterodoxos dos anos 1980 e 1990. Houve considerável controvérsia, sobretudo nos países com inflações e desvalorizações cambiais de maior magnitude, mas o assunto acabou repousando até os anos 1960. Nesse momento, quando a inflação se tornava mais ameaçadora, as interpretações mais estritas do princípio nominalista criavam nos economistas um desconforto crescente com o fato de a ordem

jurídica estar acometida de “ilusão monetária”, ou da incapacidade de distinguir valores reais e nominais, ou de reconhecer a perda de poder de compra da moeda em termos de mercadorias, um erro crasso, próprio de uma época que ficou para trás e que não poderia estar consagrado em lei. Logo que a inflação se tornou mais relevante e cotidiana, e mecanismos semelhantes às velhas “cláusulas ouro” começariam a proliferar sob a designação “correção monetária” e com referência a índices de custo de vida muito mais que a moedas estrangeiras, o nominalismo, para muitos, passou à condição de um anacronismo, pois representava, segundo a expressão de Mario Henrique Simonsen, “a ficção legal da moeda estável”<sup>17</sup>.

No mundo jurídico, contudo, a matéria de lei sempre foi a obrigatoriedade de se aceitar a mercadoria definida como moeda em pagamento para “liberar” genericamente o devedor de obrigações de natureza pecuniária (daí o termo “poder liberatório”) e a unidade de conta a ser obrigatoriamente utilizada em contratos e outras estipulações de pagamentos, em ambos os casos *sem necessariamente especificar o ‘valor real’ da obrigação*. O silêncio do ordenamento jurídico sobre o “valor da moeda”, ou sobre a terceira propriedade da moeda que os economistas nunca abandonaram, se tornou uma das mais importantes características formais dos sistemas monetários baseados em papel moeda de “curso forçado” que se tornam dominantes a partir de 1933. Este silêncio começa a ser rompido apenas nos anos 1950 e 1960, como veremos, em razão dos efeitos devastadores da inflação sobre todas as obrigações sujeitas ao nominalismo que se estabelecera em 1933.

Na seção 2.1 serão discutidos os aspectos conceituais da transição do padrão ouro para o papel-moeda dito de “curso forçado”, ou seja, de aceitação obrigatória pelo seu valor nominal, com destaque para as determinações sobre a moeda de curso legal que existiam ainda na vigência do padrão ouro e que acharam expressão conceitual no que se conhece como a “teoria estatal da moeda”, associada ao economista alemão Georg Frederick Knapp (1842-1926). Já em 1895 Knapp desenvolvera uma interpretação pioneira, combinando conceitos econômicos e jurídicos, a propósito da natureza da moeda e da importância relativa da conversibilidade e do “curso legal”. A supremacia deste sobre aquela, mesmo no mundo anterior a 1914, seria fundamental para se entender a surpreendente naturalidade como que se processou a reorganização da legislação monetária depois de 1933.

A seção 2.2 trata a forma específica que tomou o processo de estabelecimento da moeda fiduciária no Brasil a partir do Decreto Lei 23.501/33 que estabelecia o “curso forçado do mil-réis papel” e suspendia a “cláusula ouro”. As disposições desse decreto eram

---

<sup>17</sup> Simonsen, 1995, p. 13.



de uma clareza conceitual desconcertante no tocante à definição de moeda fiduciária de curso forçado, tanto que, em formato ligeiramente modificado, ainda permanecem em vigor em nossos dias. Adicionalmente, seus inúmeros “considerandos” oferecem um riquíssimo painel sobre o as razões do legislador em um momento tão sensível. A proliferação de exceções à disciplina nominalista aí estabelecida, tanto para pagamentos quanto para a moeda de conta, começa lentamente pelas obrigações internacionais, e chega, em seguida, a outras transações domésticas que se queria proteger da inflação através de alguma estipulação de pagamento a partir de moeda de conta diversa. O Decreto Lei 857/69, discutido em detalhe na seção 2.3, pavimentou o caminho para a generalização de cláusulas de “correção monetária” ao revogar e reescrever o Decreto Lei 23.501/33, enfraquecendo os seus dispositivos mais caracteristicamente nominalistas, tal como se estabelecesse uma “cláusula papel”, ou liberasse a escolha de “moeda de conta” para certas obrigações, determinadas em lei específica, preservada a moeda de pagamento. A correção monetária vinha surgindo espontaneamente nas relações privadas, a despeito da vedação genérica da lei, ganhava apoio na jurisprudência e logo começava a ser estabelecida em lei, para casos especiais, às vezes como “exceção” ao princípio nominalista do Decreto Lei 23.501/33, tal como se passou para as obrigações de pagamentos para com residentes no exterior.

A partir do Decreto Lei 857/69 os dispositivos sobre moeda de conta se multiplicam na jurisprudência e nas relações particulares pois deixa de haver vedação legal expressa. A separação das funções legalmente reconhecidas da moeda pela ampla disseminação da correção monetária, conforme comentada na seção 2.4, se aprofunda em ritmo semelhante ao de sua degradação. Na verdade, tratava-se aí de voltar a reconhecer a terceira face da moeda, a que havia sido afastada na nova ordem monetária nominalista, ou da aceitação formal da (in)capacidade da moeda de guardar poder de compra no tempo e de desenvolver instituições para lidar com o problema. O movimento ganha impulso na jurisprudência que repetidamente dispunha sobre desequilíbrios em relações contratuais com base na chamada “Teoria da Imprevisão” (ou de cláusulas *rebus sic standibus*<sup>18</sup>) ou na “Teoria das Dívidas de Valor” (Tulio Ascarelli) e ia alimentando uma opulenta produção legislativa sobre correção monetária (moedas de conta) nas mais diversas áreas. A generalização da correção monetária tinha a natureza de *uma espécie de “privatização” das moedas de conta* usadas em diferentes obrigações, eis que vigorava certa liberdade de contratação e muita variação no desenho das

---

<sup>18</sup> Expressão latim traduzida ao pé da letra como “estando assim as coisas” ou “enquanto as coisas estão assim”, e que expressam a doutrina segundo a qual os contratos devem ser respeitados se não houver alguma transformação muito substancial nas circunstâncias envolvendo os contratantes, de que resulte sério desequilíbrio na relação original e necessidade de revisão. Cf. Nussbaum, 1950, p. 189.

cláusulas de correção monetária para diferentes setores e modalidades de contratos. O governo criou em 1964, um tanto *à la Monsieur Jourdain*, através da Lei 4.357/64, que introduziu ORTN (Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional), uma “unidade de conta” baseada em valores reais que teve ampla receptividade na economia e logo adquiriu o aspecto de uma unidade de conta oficial<sup>19</sup>. Aparentemente, as autoridades pensaram apenas na correção monetária da dívida pública e nas possibilidades que isto ensejava no terreno do financiamento não inflacionário dos déficits públicos. Entretanto, com isso acabou criando uma unidade de conta padrão baseada em “valores reais”, uma inovação de amplo alcance, cogitada por autores ilustres mas raramente colocada em operação. Apenas bem mais adiante, em 1977, com a Lei 6.423/77, o governo assumiu abertamente este propósito, e procurou reunificar todas “moedas de conta” estabelecendo a obrigatoriedade do uso de apenas uma, a ORTN, como se estivesse a determinar *o curso forçado de uma moeda de conta baseada em valores reais*, justamente o que se quis abandonar em 1933. Era o apogeu do “valorismo”, designação dada à doutrina que confrontava o nominalismo, talvez a fórmula inovadora para suprir, em primeiro lugar, a incapacidade do Estado de proporcionar moeda estável a seus cidadãos, e, em segundo, a falta de um protocolo jurídico para dispor sobre os efeitos da perda de poder de compra da moeda. Entretanto, a inovação coincidiria no tempo, e não seria neutra para o início do caos monetário que desaguaria na hiperinflação na década seguinte. A rápida e avassaladora disseminação da correção monetária fornece o roteiro da seção 2.5.

Ao longo do processo de aceleração da inflação e diversificação das “moedas de conta” as opiniões oscilavam sobre se a correção monetária oferecia uma anestesia ou, contrariamente, um combustível para a inflação. Independente da dúvida entre os especialistas, era popular a percepção, ou a ilusão, de que a correção monetária “neutralizava” a inflação, que, por assim dizer, deixava de ser um problema tão sério, visto que sua natureza seria unicamente “inercial”. A relação entre inflação e correção monetária era assunto muito complexo, e que deu origem a muitos diagnósticos exóticos sobre o processo inflacionário e seu combate, como teremos a oportunidade de observar no Capítulo 7 tratando dos planos heterodoxos. Foi grande o aprendizado com a experimentação desenvolvida a partir do Plano Cruzado em 1986, todo ele muito relevante para a confecção do Plano Real em 1994, conforme relatado no Capítulo 8.

---

<sup>19</sup> Unidades semelhantes foram utilizadas nos mais diversos contextos. O Chile é habitualmente lembrado, por conta de sua UF (Unidade de Fomento), de 1967, estudada em detalhe por Robert Shiller, 1998, segundo o qual, “pelo que fui capaz de determinar, a UF é a primeira unidade de conta indexada bem sucedida do mundo. Ou sejam, é a primeira vez que a indexação é feita através da expressão dos preços em uma unidade quase-monetária, em vez de através de uma fórmula de indexação.” (p. 3) Shiller, claramente, não estava bem informado sobre o assunto.

É interessante observar que, mais de trinta anos depois dos debates sobre correção monetária nos anos 1960, os instrumentos legais que formalizaram o Plano Real utilizaram alguns dos enunciados do passado para bem caracterizar um “caminho de volta” na direção da moeda estável. A Lei 9.069/95 (inicialmente Medida Provisória 542/94) utilizou o enunciado da Lei 6.423/77 para efetuar a unificação das “moedas de conta”, ou de cláusulas de correção monetária, e logo adiante em 1995, com cerca de um ano de vigência do padrão monetário estabelecido inicialmente em fevereiro de 1994 (pela Lei 8.880/94 que criou a URV – Unidade Real de Valor – e determinou que passasse a chamar ‘real’ quando emitida em cédulas) e confirmado em julho de 1994 (Lei 9.069/94 dispondo sobre as emissões de real) e a reunificação das funções da moeda aí consignada, a chamada Medida Provisória da Desindexação (originalmente MP 1.027/95, transformada em Lei 10.192/01, após 73 reedições) recuperava o enunciado nominalista original da Lei 23.501/33, porém de forma mitigada. Firmava-se assim um novo compromisso entre o nominalismo e o reconhecimento da existência (e a necessidade de regular as consequências) da perda de poder de compra da moeda, conforme se explica na seção 2.6.

Assim se completava a odisséia iniciada pelo curso forçado em 1933, com a restauração do nominalismo, agora cognominado ‘desindexação’, e como resguardo quanto ao que se considerava uma providência neutra e inofensiva, num reconhecimento expresso do truísmo segundo o qual a correção monetária é assunto monetário, embora não exclusivamente, e perigoso, como uma droga de utilidade terapêutica a ser utilizada apenas em dosagens moderadas. Permanecia em aberto o próximo passo, se proibir a indexação mesmo em contrato com prazos de duração maiores que três anos, ou simplesmente liberalizar a prática da correção monetária, admitindo-se a impropriedade de se a proibir. A natureza da relação entre indexação e inflação é um tema que permanece atual e amiúde mal compreendido pelas autoridades.

Nesse percurso foi inicialmente, em 1933, abandonada qualquer consideração relativa ao valor da moeda, assunto que retorna em 1969 pelo ângulo da disseminação de cláusulas de correção monetária que reconheciam os efeitos da perda de poder de compra da moeda. Mas nada foi suscitado sobre a responsabilidade do Estado pelo valor da moeda, e pelas perdas que decorrem da inflação. Esses anseios serão capturados pelo estabelecimento e fortalecimento do banco central que seria o depositário de tais deveres, ainda que em regime de “melhores esforços”. Resta indagar o que sentido existe em pensar a moeda como obrigação do estado, se não é parte da dívida pública pois não é mais resgatável em coisa alguma senão nela mesma. Estranhamente, contudo, o meio circulante ainda é incluído na

contabilidade da dívida pública, como se conversível fosse. No balanço do BCB, a conta meio circulante tem um tratamento vago, é passivo não exigível, mas não integra as contas patrimoniais, talvez pelo receio de que isso represente alguma legitimação para as receitas de senhoriagem. Isso podia parecer uma heresia inaceitável em 1933, mas não mais em 2013. Como a contabilidade dos bancos centrais deveria lidar com esses passivos não exigíveis, que circulam como se fossem ações preferenciais ao portador e em pequenas denominações, em continua negociação entre agentes privados? Na última seção, essa e outras questões da espécie são exploradas, deixando a impressão de que ainda não há protocolos claros para o tratamento do papel moeda de curso forçado e apara a senhoriagem, um problema que está no centro nervosa das complexas relações entre o Banco Central e o Tesouro.

## 2.1. Do metal para o papel: aspectos conceituais

A conexão entre as várias moedas nacionais e os metais preciosos assumiu variadíssimos formatos, refletindo idiossincrasias e tradições de cada país. As conhecidas associações entre as denominações das moedas e as medidas de peso – libra, peso, marco, etc. –, apenas deixavam claro que os sistemas monetários pareciam convergir para um mesmo paradigma, nunca escrito, mas implícito, segundo o qual *a verdadeira moeda era o metal*, o ouro ou a prata, e as unidades monetárias nacionais apenas *recortes* específicos do metal.<sup>20</sup>

Alguns recortes se tornaram tão populares e convenientes que se levaram à categoria de “moedas imaginárias”<sup>21</sup>, tal como quantidades (pesos) de referência, ou padrões de valor em bases reais, a despeito de terem deixado de ser adotadas como unidade monetária.

A ligação entre o metal e a moeda nacional compreendia diferentes sintaxes. Na França de 1803 a lei assim dispunha (grifos meus): “a moeda nacional francesa, o franco, *é idêntica* a 5 gramas de prata de pureza 9/10”. Com isso se estabelecia que a moeda nacional da França

---

<sup>20</sup> Como observa Mann, “uma das principais questões jurídicas é se ... a unidade de conta é uma medida ou é medida por outra coisa, se o sistema monetário é independente de qualquer outro sistema de medidas ou se existe uma linha de conexão ou vínculo entre esta unidade e outra substância. ... Quando o papel moeda é conversível ou quando ... a libra tinha uma paridade de 2,13281 gramas de ouro fino, não é destituído de razão perguntar: a libra esterlina é definida por uma certa quantidade de metal ou como outra coisa? ... Na Inglaterra ... no século XIX, ficou geralmente estabelecido que a libra não era mais que uma quantidade definida de metal.” Cf. Mann, 1992, p. 44.

<sup>21</sup> Na Idade Média, na presença de inúmeras moedas metálicas com diferentes pesos e títulos (pureza do metal), era comum a utilização de unidades de conta convenientes para facilitar as trocas e a determinação de valores relativos. Essas unidades de conta, em muitos casos, jamais foram meios de pagamento. No caos monetário da época as moedas imaginárias eram, possivelmente, o que de mais próximo havia da fixação de “valores reais” de forma autônoma aos monarcas. Para uma resenha da experiência histórica ver Einaudi, 1953 e também o comentário de Nussbaum, 1950, p. 38.

era a prata, e que havia uma “unidade ideal” de 5 gramas que a lei passaria a designar como “franco”. Em 1717, na Inglaterra, o modo de escrever foi ligeiramente distinto: uma onça de ouro *custava* 3 libras, 17 *shillings* e 3,5 *pence*. Era um avanço relativamente ao enunciado francês, pois indicava que alguém atuava e zelava para que o ouro tivesse tal preço. Nos EUA em 1873, por exemplo, a linguagem da lei foi mais neutra: “as moedas de ouro dos Estados Unidos *serão* as peças de um dólar que, ao peso padrão de 25,8 grãos, *serão* a unidade de valor”. Em 1900, o *Gold Standard Act* utilizou outro verbo: “o dólar *consiste* de 25 8/10 grãos de ouro 9/10 de pureza”. Mais adiante, em 1934 o verbo utilizado pela lei se modifica: “a lei *fixa* o peso do dólar-ouro em 15/21 grãos 9/10 de pureza”. Aqui mesmo no Brasil, na última das leis que modificou a paridade entre o mil-réis e o ouro em 1926, a linguagem não poderia ser mais clara (grifos meus)<sup>22</sup>:

#### **Decreto 5.108 de 18 de dezembro de 1926**

*Altera o sistema monetário e estabelece medidas econômicas e financeiras.*

O Presidente da República dos Estados Unidos do Brasil: Faço saber que o Congresso Nacional decretou e eu sanciono a seguinte resolução:

Art. 1. Fica adotado para o Brasil, como padrão monetário, o ouro, pesado em gramas, cunhado em moedas, ao título de 900 milésimos de metal fino e 100 milésimos de liga adequada.

§ 1. A moeda será denominada cruzeiro e será dividida em centésimos.

§ 2. Para a moeda divisionária ficam adotadas a prata, níquel e cobre, na proporção respectiva.

Nos EUA, a Constituição (Art. 1 Seção 8) estabeleceu que “os estados terão poder ... de cunhar moedas, regular seu valor e das moedas estrangeiras e de fixar os padrões de pesos e medidas”. Adicionalmente, na Seção 10, determinou que “nenhum estado ... cunhará moedas; emitirá títulos de crédito [ou] dotarão de poder liberatória nenhuma outra coisa que não ouro e prata”. A linguagem é um tanto: **a moeda é o metal, cabendo ao Congresso (os estados) fixar a paridade.**

No Brasil existem vários enunciados constitucionais sobre o tema, pelos quais se observa um sentido evolutivo muito claro. A Constituição de 1828 estabeleceu em seu Artigo 15, entre as atribuições da Assembleia Nacional, a de:

17. Determinar o peso, valor, inscrição, tipo e denominação das moedas assim como o padrão de pesos e medidas;

É uma linguagem semelhante à da Constituição americana, ambas tomando a moeda como assunto de ‘pesos e medidas’. Já na Constituição Republicana de 1891, várias décadas adiante, os termos se alteram como pode ser visto em seu Artigo 34, que define as competências exclusivas do Congresso Nacional, entre outras:

---

<sup>22</sup> Vale apenas lembra que este ‘cruzeiro ouro’ aí definido jamais entrou em circulação e que os dispositivos ditos temporários desta mesma lei permaneceram em vigor e efetivos até sua revogação em **1933 ?**

7. Determinar o peso, o valor, a inscrição, o tipo e a denominação das moedas;
8. Criar bancos de emissão, legislar sobre ela e tributá-la;
9. Fixar o padrão dos pesos e medidas.

Era um progresso com relação ao texto de 1828 que apenas reconhecia como moeda as moedas metálicas, e que definia as características da moeda como se definia a escolha entre metros e jardas. Em 1891 o assunto de pesos e medidas era destacado dos assuntos monetários e os bancos de emissão eram expressamente considerados. Em 1926 a Constituição de 1891 foi emendada para trazer a competência para instituir bancos emissores para a União, ao mesmo tempo em que a Lei 5.108/26, acima mencionada, estabelecia o ouro como padrão monetário, o que foi mantido na Constituição de 1934, pela qual, em seu Artigo 5, a competência exclusiva da União era definida em termos mais amplos:

XII. Fixar o sistema monetário, cunhar e emitir moedas, instituir bancos de emissão;

Pelo Artigo 91 o Senado deveria colaborar com a Câmara dos Deputados para a elaboração de leis sobre “sistema monetário e de medidas, bancos de emissão” (inciso j), e assim se compôs uma arquitetura que foi mantida nas constituições de 1937, 1946, 1967 e 1988. Nesta última, a competência da União para emitir moeda é fixada no Artigo 21, VII, a do Congresso para legislar sobre “matéria financeira, cambial e monetária, instituições financeiras e suas operações” é definida no Artigo 48, XIII, porém com o adendo do Artigo 164, segundo o qual “a competência da União para emitir moeda será exercida exclusivamente pelo banco central”, e as letras minúsculas indicam que se trata de um conceito e não necessariamente à instituição específica que desempenhará a função. Teremos a oportunidade de retornar a vários desses assuntos relativos às competências constitucionais adiante, relevante por ora é notar que a identificação entre moeda e metal, visível na Constituição de 1828, se dilui em 1889 e vai se modernizando de forma incremental até 1988<sup>23</sup>, mediante a referência genérica à moeda sem que isso tenha qualquer associação discernível com a moeda metálica<sup>24</sup>. Entretanto, o mesmo não pode ser dito com relação a “valores reais” e cláusulas de correção monetária. A despeito de inúmeras menções a dinheiro e obrigações monetárias, a noção de “valores reais” ou de correção ou atualização monetária aparece na Constituição de 1988 apenas em um punhado de temas sensíveis. No Artigo 184,

<sup>23</sup> Eis aí, talvez, uma ‘vantagem’ da experiência brasileira, onde várias constituições se sucederam.

<sup>24</sup> O contraste é notável com a Constituição americana, que jamais alterou seu enunciado original sobre o assunto. Por conta disso não é de todo implausível o argumento de alguns autores segundo o qual os EUA vivem uma situação curiosa: a moeda predominante é um “título de crédito” emitido pelo Federal Reserve, que não está presente no texto constitucional, e não há disponibilidade de moedas metálicas. Cf. Timberlake, 2013, p. 1.

por exemplo, a propósito de desapropriação para fins de reforma agrária fica estabelecido (grifos meus):

Art. 184. Compete à União desapropriar por interesse social, para fins de reforma agrária, o imóvel rural que não esteja cumprindo sua função social, mediante prévia e justa indenização em títulos da dívida agrária, com cláusula de preservação do valor real, resgatáveis no prazo de até vinte anos, a partir do segundo ano de sua emissão, e cuja utilização será definida em lei.

Anteriormente, na Constituição de 1967, a linguagem do Artigo 157, § 1 era ainda mais cuidadosa (!?) nesse tópico, face à temperatura desse assunto em meados dos anos 1960, ao falar (grifos meus) de “prévia e justa indenização em títulos especiais da dívida pública, com cláusula de *exata correção monetária*”. Conforme Marcos Cavalcanti de Oliveira, “era a ‘sagração constitucional’ de que a atualização da expressão monetária do valor da moeda estaria intrinsecamente ligada ao próprio conteúdo do direito de propriedade.”<sup>25</sup> A ‘exatidão’ da correção monetária era uma dessas excentricidades que surgem quando a lei cede às tentações da adjetivação<sup>26</sup>.

No tópico de aposentadorias no regime geral, o Artigo 201, § 4 estabelece (grifos meus):

§ 4. É assegurado o reajustamento dos benefícios para preservar-lhes, em caráter permanente, o valor real, conforme critérios definidos em lei.

Enunciado idêntico pode ser encontrado no Art. 40, § 8, com redação dada pela Emenda Constitucional 41 de 19 de dezembro de 2003, para as aposentadorias do servidor público. Vale lembrar que o famoso § 3 do Art. 192, revogado pela Emenda Constitucional 40, de 29 de maio de 2003, aludia a “juros reais”, termo que foi considerado suficientemente opaco para não dar ao dispositivo a condição de “auto aplicável” como teremos a oportunidade de estudar em detalhe no Capítulo 6. A despeito da popularidade da correção monetária e da doutrina do “valorismo” há muita imprecisão na ideia de “valores reais”. Conforme a aguda observação de Letácio Jensen “quando a constituição fala em ‘valor real’ ela só pode ser interpretada como referindo ao ‘valor mais adequado à realidade’. Como não existe um ‘valor real’, esta expressão está sendo impropriamente utilizada no texto constitucional”.<sup>27</sup>

Esta imprecisão com relação a “valores reais”, ou ao padrão de valor, não é fenômeno adstrito ao mundo da moeda fiduciária e da inflação. A realidade do padrão ouro compreendia bastante mais dificuldades práticas sobre a moeda do que as minúcias referentes a pesos e medidas pareciam supor. A identificação da moeda com certa unidade ideal de um

---

<sup>25</sup> Oliveira, 2009, p. 306.

<sup>26</sup> O que, afinal, poderia ser uma correção monetária inexacta?

<sup>27</sup> Jensen, 2009, p. 51.

metal é uma definição precária para um fenômeno social tão complexo quanto a moeda. Conforme observa Nussbaum “O conceito metalista de moeda nunca foi exato. Um corolário era que cédulas emitidas por bancos, embora na prática um meio de troca muito comum, tinha negada a dignidade de ser considerado *moeda*.”<sup>28</sup> Em consequência, um credor podia sempre escudar-se na lei para negar-se a receber pagamento em notas emitidas por bancos emissores, exceto se a lei expressamente estabelecesse a sua aceitação obrigatória, o que nem sempre se observava. Mais importante, todavia, é notar que o crescimento e diversificação do sistema financeiro, fenômeno já avassalador na época em que o padrão ouro ainda estava em plena vigência, parecia relegar os detalhes referentes ao metal propriamente dito ao terreno do simbólico. O conceito de moeda se expandia e o sistema monetário *strictu sensu*, vale dizer, as moedas de ouro e as cédulas efetivamente conversíveis, pareciam se tornar tão ornamentais quanto as monarquias europeias assomadas por parlamentos e primeiros ministros com o efetivo comando das coisas. Conforme a superlativa descrição de Keynes em 1930, “o ouro, inicialmente pairando no céu, com sua consorte a prata, tal como o Sol e a Lua, tendo em seguida despido seus sagrados atributos e vindo à Terra como um autocrata, pode agora ser rebaixado à sóbria posição de monarca constitucional; e ainda é possível que nunca seja necessário proclamar uma República”.<sup>29</sup>

Mas bem antes de a moeda fiduciária tornar-se dominante, sua funcionalidade já se fazia presente através do problema do troco e das moedas de pequenas denominações. Os “recortes” de cada país muitas vezes não eram as denominações convenientes para a utilização no comércio. Uma libra esterlina, na época de Shakespeare, por exemplo, era uma quantidade grande de dinheiro: um professor, como o da escola secundária onde o bardo estudou em Stratford-Upon-Avon, ganhava 15 libras *por ano*. Uma libra era muito dinheiro, e a prata não resolvia propriamente o problema, pois seu valor era alto, algo entre 1/12 e 1/20 do preço do ouro conforme os influxos de um ou de outro metal. Na verdade, a presença de dois metais em um mesmo sistema monetário, criava todas as dificuldades associadas à coexistência de duas moedas legalmente aceitas. Se as peças de prata mantivessem uma relação fixa com as de ouro nas fundidoras oficiais, as flutuações de preço entre os dois metais induziam grandes movimentos para monetizar o metal ou derreter a moeda cunhada de volta em metal, conforme relações de arbitragem, ocasionando certo tumulto na circulação, geralmente fazendo desaparecer um dos dois metais.

---

<sup>28</sup> Nussbaum, 1950, p. 3.

<sup>29</sup> Keynes, 1930, vol. 2, p. 292.



Como ambos os metais eram muito valiosos em pequenas quantidades, o problema do troco, ou das moedas divisionárias, foi sempre dramático e persistente pelo menos desde o século XII. As soluções mais populares foram a fundição do metal precioso em ligas com outros metais – com o que se perdia a clareza quanto à pureza e ao percentual de metal precioso ali contido, ou o uso de *tokens* de metais inferiores, ou mesmo de fabricação privada, refletindo crescimento das relações de crédito/débito interpessoal e de novas formas de negociabilidade e compensação de dívidas. A solução canônica para o problema, já de uma época em que o padrão ouro estava maduro, é dada pela lei americana de 1873, que estabelecia que as moedas entre 50 centavos e 1 centavo podiam ser feitas de quaisquer outros metais mas eram conversíveis, desde que em quantidade da ordem de 20 dólares ou mais, em moedas de ouro<sup>30</sup>.

É claro que, nesse caso, as moedas divisionárias eram *fiat*, ou seja, moedas sem valor intrínseco e cuja relação de troca dependia exclusivamente da promessa de conversibilidade na moeda de ouro padrão. Eram moedas fiduciárias *avant la lettre*, apenas com certa limitação na troca por moeda metálica. Como observam Sargent & Wade: “Foram séculos para se chegar a essa fórmula. E até ser adotada a oferta de moedas de troco foi um problema importante e persistente. Ademais, para um observador 125 anos depois, [este] foi o única o mais duradouro dispositivo da lei de 1873: hoje em dia *toda* a moeda em circulação, não apenas as moedas de troco, se tornaram *tokens*, conversíveis em outros *tokens*.”<sup>31</sup>

A despeito da mística da simplicidade e da espontaneidade, a realidade das moedas metálicas era de travas e dificuldades práticas, ridiculamente caras e complexas diante das possibilidades oferecidas pelo uso do papel moeda, ou pela moeda bancária, e tanto mais sérias quanto mais ia se estabelecendo a escassez de metais preciosos para uma economia internacional em continuada e vigorosa expansão. Nada parecido com a versão idealizada de sistemas monetários ordenados e simétricos conduzidos por automatismos e *laissez faire*, a qual, entretanto, permanece fortíssima até o fim, talvez mais pelo medo da inovação representada pelo papel-moeda de curso forçado, do que pelas efetivas virtudes do sistema. Na verdade, permaneceu viva mesmo depois do fim, que podemos localizar em 1913, 1933 ou mesmo 1971, ao menos em livros-texto.

Em sintonia com a força dessa sabedoria convencional, a generalização do papel, tal como no caso do *token*, se dá sob a égide da estrita conversibilidade, ao menos na aparência. Na prática, a conversibilidade vai deixando de ser rigorosa na medida em que avança o século

---

<sup>30</sup> Esta solução está na lei do cruzeiro, tinha antes?

<sup>31</sup> Sargent & Wade, 2002, p. 4.

XIX e o descompasso entre o crescimento da oferta de ouro e prata e o da economia global vai se acentuando. Conforme o cálculo empreendido no estudo seminal de Robert Triffin, a oferta de moeda combinada de Estados Unidos, Inglaterra e França cresce cerca de 20 vezes entre 1815 e 1913 e a proporção representada pela moeda fiduciária vai de 33% em 1815 a 87% em 1913<sup>32</sup>. Os sistemas monetários desses países centrais vão adquirindo o aspecto de sistemas com reservas fracionárias e os países periféricos vão adotando sistemas onde a conversibilidade se dá com relação às moedas dos países centrais de tal sorte que a proporção da oferta global de moeda correspondente à moeda fiduciária era, na verdade, bem maior que a proporção encontrada por Triffin para 1913.

Diante desses números pode-se tranquilamente afirmar que no momento de seu apogeu em 1913 o padrão ouro já havia se tornado, em realidade, um regime de moeda fiduciária e de conversibilidade muito mais simbólica do que real mesmo nos países centrais. Uma das expressões mais claras dessa percepção é o controvertido livro de 1905 de G. F. Knapp, o celebrado e polêmico *The State Theory of Money*, traduzido para o inglês de forma resumida apenas em 1924 a partir da 4ª edição alemã de 1923. “A moeda é uma criatura da lei” era a sentença inicial dessa obra que atacava frontalmente, e pela primeira vez, a noção de que a moeda era nada mais que metal amodado ou um “recorte”<sup>33</sup>. Não era um conceito facilmente assimilável pelos economistas<sup>34</sup>, mas reafirmava que a moeda havia se tornado uma convenção, obra humana e coletiva, geralmente associada a um sistema jurídico e um estado nacional. Knapp parecia oferecer a primeira elaboração teórica bem fundamentada da inovação representada pela moeda fiduciária.

A parte mais central da “teoria” podia ser resumida em 3 proposições<sup>35</sup>:

1. O dinheiro passa a existir quando o estado seleciona certa unidade de valor, descreve cuidadosamente sua expressão física, confere-lhe um nome e proclama sua *validade* em termos da unidade historicamente precedente;
2. A validade proclamada é assegurada no comércio pela aceitação pelo estado de todo o seu dinheiro a valor de face. O estado faz com que a moeda seja o padrão ao forçar sua utilização nos pagamentos do setor privado.
3. Para toda a moeda, a validade proclamada é independente de seu valor substancial.

---

<sup>32</sup> Triffin, 1972, p. 49.

<sup>33</sup> Harris, p. 13.

<sup>34</sup> Dentre os críticos mais notáveis estava o próprio Schumpeter, que enxergava na “teoria” pouco mais que platitudes e que, em si, nada dizia sobre a “natureza da moeda” e que, pelo mesmo raciocínio, alguém poderia argumentar que o casamento também era uma “criatura da lei”. *Apud* Dodd, 2015, p. 104.

<sup>35</sup> *Ibid.*, p. 21.

O Estado define, portanto, a sua unidade de conta, em sintonia com os signos da sua identidade nacional e sua lei fixa a obrigatoriedade de aceitação. A expressão “validade proclamada” equivale ao que se conhece como curso legal ou curso forçado, ou seja, a obrigatoriedade de aceitar nas transações privadas, reforçada pela aceitação pelo estado a valor de face, propriedade geralmente designada como “poder liberatório”. O atributo central da moeda não era, portanto, a conversibilidade, mas a obrigatoriedade de aceitação fixada em lei, o curso legal. A terceira proposição é a que estabelece que *o curso forçado não traz nenhuma implicação sobre o valor da moeda*, algo que fica situado fora do alcance das possibilidades da lei, e que o estado poderá afetar através de suas políticas e ações, ou regular suas consequências, ao reconhecer as variações no poder de compra da moeda e ao suprir remédios para este problema. O valor da moeda, ou para usar a linguagem de nossos dias, a taxa de câmbio (valor da moeda em termos de moeda estrangeira) ou a taxa de inflação (valor da moeda em termos de bens e serviços domésticos), pertencem ao mercado e não à lei.

Em geral, na vigência do padrão ouro, o curso legal *convivia* com a conversibilidade, de tal maneira que não era possível dizer se a efetiva base do sistema monetário era o metal ou a convenção. Talvez esta, mas com a proteção simbólica daquela, o fato é que essas duas metades da mesma verdade reforçavam-se mutuamente de tal sorte a conferir enorme força conceitual ao arranjo conhecido como “padrão ouro”. Quando as luzes se acenderam em 1933, todavia, os aspectos cerimoniais do sistema ficaram evidentes, e a realidade da moeda fiduciária se impôs. A heresia se tornou o catecismo, diante do silêncio atônito dos sacerdotes da velha ordem.

Por mais que houvesse desconforto com relação a esse admirável mundo novo que se abria ao se romperem os vínculos da moeda com a Natureza, com o benefício de um olhar situado muitas décadas depois da mudança, pode-se dizer que a transição demonstrou com clareza que o atributo essencial da moeda não era a conversibilidade, ou seu valor intrínseco, mas o curso legal, no que pode ou não estar implícito que haja confiança nos fundamentos econômicos do Estado emissor. A obrigatoriedade de aceitação da moeda nacional para liberar obrigações era uma regra muito antiga, desde sempre acompanhado de uma lei penal que definia e tipificava crimes para quem rejeita a moeda legal, o que bastava para um meio de pagamento, mesmo quando perdia poder de compra. Na China que Marco Polo conheceu, a recusa do papel-moeda oficial acarretava a pena capital<sup>36</sup>. Nas Ordenações (Livro 4, XII) já se dispunha: “qualquer pessoa, que enjeitar nossa moeda verdadeira lavrada de nosso cunho, se for peão, seja preso e açoutado publicamente, e sendo homem, que não caibam açoutes,

---

<sup>36</sup> Nussbaum, 1950, p. 53.

seja preso e degredado para a África dois anos”<sup>37</sup>. Milton Friedman estava apenas parcialmente correto ao dizer que “os indivíduos aceitam esses pedaços de papel porque estão confiantes que as outras pessoas farão o mesmo.”<sup>38</sup> Não é bem confiança, ou não apenas isso, como ilustra, ao extremo, uma historinha contada por Margaret Atwood, a propósito de dívidas, mas que serve perfeitamente para a ideia que a confiança, ou a aceitação da sociedade, é a única base para a existência da moeda: “uma amiga minha costumava afirmar que os aviões só ficam no ar porque as pessoas acreditam – contra toda lógica – que eles são capazes de voar: sem esta ilusão coletiva a sustenta-los, acabariam desabando na terra. Será a dívida uma coisa parecida?”

Sim, a confiança é parte relevante da ideia de moeda, e de muitas maneiras profundas, mas a obrigatoriedade de aceitar decorrente de lei, o curso legal, *na medida que aplicável também ao Estado, no recebimento dos impostos*, parece oferecer uma boa “âncora” para a aceitação, ainda que não haja qualquer garantia sobre o poder de compra da moeda, ou sobre *quanta* moeda de pagamento há de ser empregada para se obter mercadorias e serviços. Os fundamentos econômicos do Estado emissor também contam e, na verdade, não é outra a base da “confiança”, que está longe de ser cega e surda. Para a moeda de pagamento, todavia, ressaltados os casos extremos, o curso legal costuma ser suficiente, desde que assegurado o poder liberatória da moeda para o pagamento de impostos<sup>39</sup>.

Eis, portanto, o pequeno Ovo de Colombo descoberto por Knapp, e apenas bem mais tarde tornado evidente para todos: *a moeda é um produto da linguagem jurídica*, ao menos a de pagamento, e, ao fim das contas, sempre foi assim, a conversibilidade era mais decorativa, ornamental do que substancial. O próprio Keynes observaria em 1930 que “hoje a moeda do mundo civilizado é, acima de qualquer possibilidade de disputa, cartalista”<sup>40</sup>.

No mundo da moeda metálica, entretanto, o dinheiro era ou devia ser a coisa em si ou, na pior das hipóteses, uma espécie de promessa de pagamento da coisa em si, o metal, a verdadeira moeda. Nas cédulas de emissão do Tesouro Nacional, desde 1833, vinham inscritos os dizeres “*no Tesouro Nacional se pagará ao portador a quantia de...*”, um enunciado

---

<sup>37</sup> *Apud* Comparato, ..., p. 35. Talvez por analogia, a lei penal também é muito severa com tudo que concerne à falsificação.

<sup>38</sup> Friedman, 1993, p. 13.

<sup>39</sup> A importância do poder liberatório da moeda para pagamento de impostos é chave para a “teoria estatal” da moeda. Conforme observa Abba Lerner, 1947, p. 313, “o estado moderno pode fazer qualquer coisa que queira de aceitação generalizada como dinheiro ... É verdade que a simples declaração que isto ou aquilo é dinheiro não vai funcionar, mesmo que apoiado pela mais convincente evidência constitucional de soberania do Estado. Mas se o Estado está disposto a aceitar o dinheiro proposto no pagamento de impostos e outras obrigações consigo, o truque funciona.”

<sup>40</sup> Keynes, 1930, pp. 4-5. Cartalismo é uma expressão do próprio Knapp, derivada do latim *charta* que quer dizer *token* ou *ticket*, e referente à moeda puramente fiduciária.

curioso para o mundo do padrão ouro, pois a promessa aludia a um valor nominal e não a uma quantidade de metal. Se alguém se apresentasse ao Tesouro cobrando o pagamento teria a receber a exata mesma coisa que apresentava para “resgate”, como no mundo da moeda fiduciária, que por muitos anos manteve essa curiosa e redundante promessa nas cédulas. Esses dizeres apenas foram abandonados em 1961, quando foram substituídos pelo dístico “Tesouro Nacional, valor legal”<sup>41</sup>, quando já fazia mais de trinta anos que o dinheiro tinha perdido sua natureza de dívida, ou de obrigação, assunto a ser discutido adiante na seção 2.6. Anos mais tarde, por razões hoje compreensíveis (talvez um desabafo), em 1989, os dizeres passaram a ser “Deus é louvado!”

Em 1933, portanto, o dinheiro se tornou a coisa em si, *a substância passou a se confundir com a representação* e a promessa ficou redundante e assim desligada da ideia de poder de compra. Simultaneamente, uma vez eliminada a conexão com os metais preciosos que universalizava a moeda, e tudo passa a ser só papel, acentuam-se, curiosa e significativamente, as assimetrias nacionais. A profecia de Goethe, no “Fausto 2”, era a de que o abandono do ouro, “emblema de Apolo, dos príncipes e dos poetas, doas avaros e alquimistas”, iniciasse uma era de fraudes e falsificações: “sob o signo do papel moeda, a vida econômica torna-se assim o local das ilusões e da aparência: algo profundamente parecido com os falsos corcéis alados, com os inúteis espetáculos de fogo e os lendários palácios submarinos evocados pelas artes mágicas e verbais de Mefistófeles”.<sup>42</sup> Porém, não é o que se passa, o papel se torna o paradigma, como se nunca tivesse havido outro sistema, e o progresso deixa de estar atrelado à escassez de metal. É claro que o papel traz novos poderes para as autoridades e o desafio de se utilizar a mágica sem dela abusar. Rapidamente se observa, em mercado, que alguns papéis são melhores do que outros, seja por haver maior disciplina na sua fabricação, ou pelos tesouros nacionais serem mais arrumados, ricos, disciplinados do que os outros. O papel era e continua sendo essencialmente nacional, ao passo que o metal era universal. O dinheiro se torna, nesse momento,  *muito mais caracteristicamente nacional* eis que passava refletir mais claramente, em mercado, a avaliação coletiva sobre suas virtudes relativas diante dos outros papéis e nações. Era um novo sistema no qual o valor do papel-moeda de determinado país não mais decorria do ouro entesourado, ou do quanto ainda existia no subsolo para ser retirado, mas da qualidade da gestão e de suas instituições, ou dos fundamentos da economia onde estava localizado o gestor e fabricante desses pedaços de papel. A medida de “valor relativo” deixava de ser a Natureza, e suas fortuitas escolhas sobre onde localizar as minas,

---

<sup>41</sup> Trigueiros, 1966, p. 113 e 136.

<sup>42</sup> Citati, 1996, p. 234.

para se associar ao vigor, organização, disciplina e potencial da economia construída pelos homens. A moeda se torna uma expressão do crédito público: era o início da Era Moderna *tout court*.

## 2.2. O Decreto 23.501/33: o curso forçado e o nominalismo

O instrumento legal que estabelece a moeda fiduciária no Brasil e dá início à aventura narrada nesse volume é o Decreto 23.501 de 27 de novembro de 1933. É um ato do Presidente da República, no contexto de uma ditadura, quando o governo provisório instaurado pela Revolução de 1930 usa “as atribuições que lhe confere o Art. 1 do Decreto 19.398, de 11 de novembro de 1930”, pelo qual “o Governo Provisório exercerá discricionariamente, em toda sua plenitude, as funções e atribuições, não só do Poder Executivo, como também do Poder Legislativo, até que, eleita a Assembleia Constituinte, estabeleça esta a reorganização constitucional do país”. É significativo e revelador, que nesse estado de exceção, o terceiro e último artigo da lei estabeleça que, junto à habitual revogação genérica dos dispositivos em contrário alcance também “as de caráter constitucional”, como pode ser visto abaixo (grifos meus):

### **Decreto 23.501 de 27 de novembro de 1933**

*Declara nula qualquer estipulação de pagamento em ouro, ou em determinada espécie de moeda, ou por qualquer meio tendente a recusar ou restringir, nos seus efeitos, o curso forçado do mil réis papel, e dá outras providências*

O Chefe do Governo Provisório da República dos Estados Unidos do Brasil, usando das atribuições que lhe confere o Art. 1 do decreto 19.398/30,  
(...)

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

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

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

Há pelo menos três detalhes de linguagem, já visíveis na ementa, que podem confundir o leitor contemporâneo: o uso da expressão “determinada espécie de moeda” para designar moeda estrangeira, o sentido do “curso forçado” que parece aludir tanto à moeda de pagamento quanto à moeda de conta, e a expressão “mil-réis papel”, que nos remete a um clássico, a diferença entre papel moeda e moeda papel. Há certa imprecisão sobre o conceito de “curso forçado”, as definições variam um pouco, a mais comum é a que o toma como o curso legal em um contexto de inconvertibilidade, o que significa que o curso legal não é

afetado pela supressão ou suspensão da conversibilidade, ou que o poder liberatório da moeda se dá pelo valor nominal<sup>43</sup>. Essa tecnicidade era a explicação a dar para quem perguntasse sobre a diferença entre “moeda papel” e “papel moeda”: a primeira a moeda tornada inconvertível pela declaração de curso forçado a segunda, que tecnicamente nunca foi realmente moeda, era o papel bancário aceito precariamente ou provisoriamente como moeda<sup>44</sup>.

O Decreto 23.501/33 é famoso pela abundância e pompa de seus “considerandos”, uma prática abandonada pela técnica legislativa moderna, que segrega esses comentários que possuem a natureza de uma justificativa às “exposições de motivos”, que acompanham as iniciativas do Executivo e que, uma vez assinadas pelo Presidente e alguns de seus ministros, adquirem força de decreto, mas não de lei. Um “considerando” em geral não é um comando, não determina ou impõe algo, mas afirma apenas no sentido de defender ideias ou dar fundamento à lei. Em 1933, todavia, na vigência de um estado de exceção, o “considerando”, no caso específico do Decreto 23.501/33, *era parte do texto da lei* pois o Presidente da República detinha poderes excepcionais.

O primeiro e o segundo dos “considerandos” estavam perfeitamente alinhados com a “Teoria Estatal do Dinheiro” e com a ideia de que a moeda passava a ser, ou devia ser considerada, agora mais que nunca, uma criatura da lei:

Considerando que é função essencial e privativa do Estado criar e defender sua moeda, assegurando-lhe o poder liberatório;

Considerando que é atribuição inerente à soberania do Estado decretar o curso forçado do papel moeda, como providência de ordem pública;

O enunciado não está livre de controvérsia eis que, no próprio decreto que retira da moeda a sua conversibilidade, o Estado alega em primeiro lugar estar cumprindo seu papel de defensor da mesma, quando se poderia afirmar exatamente o contrário. Temos aqui, portanto, uma reafirmação do poder do Estado de estabelecer o poder liberatório da moeda na forma da lei e que o curso forçado é uma providência inerente à soberania do Estado a ser tomada em defesa da ordem pública. Essas duas justificativas já bastariam para os dois artigos do decreto.

---

<sup>43</sup> Nussbaum, 1950, p. 56.

<sup>44</sup> A relevância discutível dessa sutileza é um clássico da época, oriundo da doutrina francesa, conforme observa Nussbaum, *ibid*, p. 72, que não escapou à percepção de Machado de Assis numa crônica de 25/06/1893, onde relata: “Conheci um banqueiro... e voou na tormenta de 1864. Anos depois, descobria que havia diferença entre papel-moeda e moeda-papel, e não encontrava um amigo a quem não repetisse as duas formas. Depois de as repetir, explicava-as; depois de as explicar, repetia-as. Se tem demorado em banqueiro, talvez não as soubesse nunca”. *Cf.* Franco, 2008, p. 165.

O artigo primeiro é normalmente interpretado como um mandamento relativo a *pagamentos*. Declara-se a nulidade de qualquer estipulação contratual de pagamento em ouro ou moeda que não a nacional. A “nulidade” é mais forte do que uma simples proibição, posto que desta podem se seguir punições, mas subsistir a validade do realizado, enquanto do aqui disposto o interdito é absolutamente anulado para fins legais. A expressão “qualquer meio tendente a recusar ou restringir...” se refere não tanto à indexação, quanto a meios artificiosos de pagamento como tipicamente são as compensações privadas, sobre as quais trataremos no próximo capítulo no contexto de operações cambiais. O artigo segundo é que torna explícito o princípio nominalista, pois avança relativamente ao Artigo 1 ao estender a nulidade a qualquer estipulação de pagamentos que não seja na moeda corrente *pelo seu valor legal*. Na verdade, a expressão “*valor legal da moeda*” separa com clareza o valor reconhecido para os fins legais, o valor nominal, de qualquer outra ideia de valor ou poder de compra. O artigo segundo é o que traz a consagração do princípio nominalista na lei brasileira (equivalente ao “*dólar por dólar*” da lei americana), ao mesmo tempo em que conclui a descaracterização da moeda enquanto promessa de pagamento com valor (real) implícito.

Pois bem, uma vez efetuada a declaração do curso forçado restava lidar com uma de suas mais complexas consequências, a saber, o impacto da providência no universo dos contratos, ou o tratamento da “cláusula ouro”, um assunto que vinha suscitando muita discussão em muitos países transitando para o curso forçado e experimentando grandes depreciações em suas moedas. No Brasil, a “cláusula ouro” estava incrustada no Código Civil de 1916 (Lei 3.071/16), no qual o Artigo 947 dispunha sobre pagamentos da seguinte maneira:

Art. 947. O pagamento em dinheiro, sem determinação da espécie, far-se-á em moeda corrente no lugar do cumprimento da obrigação.

§ 1. É, porém, lícito às partes estipular que se efetue em certa e determinada espécie de moeda, nacional, ou estrangeira.

§ 2. O credor, no caso do parágrafo antecedente, pode, entretanto, optar entre o pagamento na espécie designada no título e o seu equivalente em moeda corrente no lugar da prestação, ao câmbio do dia do vencimento. Não havendo cotação nesse dia, prevalecerá a imediatamente anterior.

Através desse dispositivo era permitido, por exemplo, alugar um imóvel estipulando aluguel em ouro ou libra esterlina, e no dia do pagamento pagar em mil-réis ao câmbio do dia. No mundo onde, no fim das contas, a moeda era o metal, era como se o mundo inteiro estivesse sob um único padrão monetário. Era claro que esse dispositivo não poderia conviver com a inconvertibilidade, pois seria equivalente a manter um regime de “dolarização”, para usar a expressão contemporânea, ou manter o setor privado no padrão ouro enquanto o estado passava a ser regido pela moeda fiduciária.



O *caput* do dispositivo acima era plenamente consistente com o curso forçado, pois, em território nacional, “a moeda corrente no lugar do cumprimento da obrigação” continuaria a ser o “mil réis papel” conforme disposto no Artigo 1 do Decreto 23.501/33. O problema era com os parágrafos 1 e 2 que facultavam contratação e pagamento em moeda estrangeira e também o pagamento em moeda corrente “ao câmbio do dia”, ou seja, permitiam a *indexação cambial*, na linguagem de hoje. Uma interpretação era a de que esses parágrafos estavam implicitamente revogados pelos artigos 1 e 2 do Decreto 23.501/33, como vinha ocorrendo em diversos países, uma vez que a “Cláusula Ouro” era a expressão no âmbito do direito contratual do regime jurídico da moeda conversível. Se o Estado não mais reconhecia a conexão entre ouro e a moeda nacional, não deveria permitir que os indivíduos convencionassem entre si contratos baseados naquela conexão. Os “considerandos” do referido decreto trataram do assunto expressamente, a fim de que não pairasse dúvida, embora admitissem o curso forçado como *providência temporária*, e a linguagem sugerisse apenas uma “suspensão” da cláusula ouro.

Considerando que, uma vez conferido ao papel moeda o curso forçado, não pode a lei que o decretou ser derogada por convenções particulares, tendentes a ilidir-lhe os efeitos, estipulando meios de pagamento que redundem no repúdio ou na depreciação desta moeda, a que o Estado affiançou poder liberatório igual à metálica;

Considerando que o § 1 do Art. 947 do Código Civil, como disposição geral destinada à perpetuidade, não colide com a existência, por sua natureza transitória, do curso forçado, mas enquanto este perdura não pode aquele ser aplicado;

Considerando que em quase todas as nações tem sido decretada a nulidade da cláusula ouro e de outros processos artificiosos de pagamento, que importem na repulsa ao meio circulante;

A Cláusula Ouro era, de fato, a face contratual do padrão ouro e vinha sendo suspensa ou revogada em toda parte. A expressão “outros processos artificiosos de pagamento” fazia referência à indexação, entendida genericamente como processo no qual se separa a moeda com que se paga da moeda em que se faz a conta e que, na época, ainda não possuía esta designação. Estabelecia-se, então, que tais processos significavam a “repulsa” ao meio circulante, ou um ataque conceitual ao nominalismo, sendo, portanto, vedados.

A propósito de acontecimentos em outros países, o Decreto 23.501/33 era bastante detalhado (grifos meus):

Considerando que em França, mesmo antes da lei de 25 de junho de 1928, a jurisprudência, desde 1873, se firmara pela nulidade da cláusula ouro, por contrária à ordem pública, no regime do curso forçado, exceto para os pagamentos internacionais, como se deduz e verifica dos arestos da Corte de Cassação, de 11 de fevereiro de 1873, 7 de junho de 1920, 23 de janeiro de 1924, 9 de março de 1925, 15 de abril de 1926, 17 de maio de 1927 e 13 de junho de 1928;

Considerando que também se manifesta contrária à cláusula ouro a jurisprudência inglesa, cujo aresto mais recente é da *Court of Appeal* de Londres, que, em abril do ano corrente, mantendo a sentença da High Court of Justice, no caso *Feist v. The Company*, decidiu que a *Société Belge d'Electricité* poderia pagar

“em qualquer moeda legal” as suas obrigações de 100 libras, declaradas nos títulos “libras peças de ouro esterlino da Inglaterra, iguais ou equivalentes em peso de ouro fino às de 1 de setembro de 1928”;

Considerando que os Estados Unidos, pela *Joint Resolution*, sancionada a 6 de junho último, declaram nula qualquer cláusula que faculte ao “credor o direito de exigir o pagamento em ouro ou determinada espécie de moeda ou em soma equivalente de dinheiro dos Estados Unidos, calculada sobre tal base”, e determinaram que “qualquer obrigação anteriormente contraída, embora nela se contenha semelhante disposição, será resgatada pelo pagamento dólar por dólar, em qualquer moeda metálica ou papel de curso legal”;

Na experiência francesa, há um detalhe importante: a suspensão da Cláusula Ouro não se aplicará aos pagamentos internacionais. Ora, contratos de importação e exportação evidentemente não podem ser impedidos de convencionar pagamento numa moeda estrangeira, pois uma das partes necessariamente está no exterior; para que a transação se estabeleça, será necessária a elaboração de algum “processo artificial”. Como veremos adiante, a legislação brasileira terá nos anos seguintes de caminhar na direção de contemplar estes casos. Na experiência americana se retira do credor o direito de exigir pagamento em ouro – que é também o direito do público de converter sua moeda em ouro – e se estende tal medida a todo contrato privado preexistente que facultasse esta conversibilidade. O resgate será feito “*dólar por dólar*”: a cédula pode ser resgatada não mais por ouro ou moeda estrangeira, mas apenas por ela própria. Novamente vemos expresso o princípio nominalista pelo qual o instrumento se confunde com a representação e o dinheiro deixa de ser promessa de pagamento, para tornar-se a própria coisa em si.

No Brasil havia uma questão difícil com as concessionárias de serviços públicos, destacadamente com a *Socièté Anonyme du Gaz* do Rio de Janeiro, que fornecia eletricidade e iluminação, que tinham suas tarifas fixadas através da cláusula ouro. O assunto tornou muito polêmico em razão da desvalorização do mil-réis, do que resultou um substancial aumento das tarifas e desejo das autoridades de rever esses contratos. A suspensão da cláusula ouro trouxe o desafio de se estabelecer novas regras para os serviços públicos, o que se deu em seguida, em 1934, através do Código das Águas, que também se aplicava às empresas de energia e que previa a fixação de tarifas razoáveis pelo critério de serviço pelo custo, e, em seguida, em proporção a certo retorno sobre o investimento e custo histórico. Em paralelo, o próprio texto constitucional foi incorporando proteções ao concessionário, mas, na presença da inflação, as medidas de custo histórico ficavam distorcidas e foi por aí que se tornou evidente que a correção monetária deveria penetrar nas demonstrações financeiras, do contrário toda a vida empresarial, e não apenas dos concessionários de

serviços públicos, ficava seriamente distorcida<sup>45</sup>. Mas este era um assunto para o futuro, pois em 1933, não se concebia que a inflação viesse a alcançar a dimensão que atingiu nos anos 1960, e menos ainda o desastre dos anos 1980 e 1990.

Restava um assunto que seria recorrente nos pacotes econômicos dos anos 1980 e 1990, a retroatividade. Na Constituição Federal de 1988, no Artigo 5, que trata dos direitos individuais e coletivos, está expresso no inciso XXXVI o princípio segundo o qual “a lei não prejudicará o direito adquirido, o ato jurídico perfeito e a coisa julgada”. Seria a “intervenção” em contratos adrede constituídos com base na “cláusula ouro” uma retroação que feria direitos adquiridos? Esta foi uma dúvida que se apresentou repetidamente nas discussões sobre constitucionalidade dos planos de reforma monetária do século XX. Estes planos tipicamente estabeleciam que, a partir de certa data, os contratos privados previamente firmados sofreriam alguma modificação – fosse numa cláusula de correção monetária ou na própria denominação dos valores em moeda corrente – que não interferia necessariamente no equilíbrio contratual, mas no ordenamento dentro do qual o contrato seria executado daí em diante. O Decreto 23.501/33 reconhecia expressamente a retroatividade, mas definia a mudança na natureza da moeda como providência de ordem pública (grifos meus):

Considerando que providências dessa natureza, tomadas pelo Estado no exercício de suas funções soberanas, e por altas razões de ordem pública, não podem deixar de abranger nos seus efeitos as convenções anteriores à publicação da lei;

Considerando, portanto, que não pode ter validade legal, no território brasileiro, qualquer cláusula, convenção ou artifício, que vise subtrair o credor ao regime do papel moeda de curso forçado, recusando-lhe ou diminuindo-lhe o poder liberatório integral, que o Estado em sua soberania lhe conferiu;

Considerando que o contrário seria admitir a possibilidade de convenções de Direito Privado derrogarem leis de Direito Público;

A legislação monetária pertence ao Direito Público, no âmbito do qual se estabelece a ordem dentro da qual se constituem os direitos privados recíprocos e contratuais criados nas relações interpessoais. Ao dispor sobre o poder liberatório da moeda, que determina o meio de realização dos pagamentos, a lei monetária penetra no terreno das obrigações e contratos, nem sempre de forma neutra, sendo esta a região onde vão ocorrer as polêmicas sobre constitucionalidade dos planos de reforma monetária: até onde o Estado, ao legislar sobre a moeda, pode interferir nas obrigações já constituídas?

Nas querelas dos anos 1980 e 1990, que serão examinadas nos capítulos 7 e 8 adiante, emergem diversos entendimentos sobre legitimidade e sobre os limites dessas intervenções. Num plano mais técnico, o Supremo Tribunal Federal sempre reconheceu a legitimidade das

---

<sup>45</sup> Para os detalhes ver Chacel, Simonsen & Wald, 1974, pp. 82-83.

intervenções “de ordem pública” alterando o padrão monetário de sorte a afetar todos os contratos pré-existentes, e que não cabia a nenhum indivíduo invocar direitos adquiridos a um padrão monetário, ou a pagamentos ou recebimentos em moeda extinta. Entretanto, foi sempre difícil escapar da discussão sobre “desequilíbrio contratual” se a lei monetária ocasionasse perdas flagrantes, como foi o caso de alguns dos planos econômicos do final do século XX. Teremos a oportunidade de retornar a este assunto adiante, vale registrar, por ora, que os eventos de 1933 anteciparam muitas dessas questões.

### **2.3. Decreto-Lei 857/69: exceções ao nominalismo**

O Decreto 23.501/33 estabelecia uma tríade de dispositivos interligados: (i) o Artigo 1, que dispunha primordialmente sobre a moeda de pagamento, proibindo a utilização de moeda estrangeira ou ouro para tanto, ainda que seu enunciado fosse mais abrangente ao falar de “estipulação de pagamento”; (ii) o Artigo 2, que dispunha mais diretamente sobre a moeda de conta ao afirmar o princípio nominalista e ao utilizar a expressão “*valor legal da moeda*”; e finalmente (iii) a suspensão da cláusula ouro, uma decorrência dos dois primeiros dispositivos e que consumiu a maior parte do texto do decreto, sobretudo em seus “considerandos”, para explicar e justificar as implicações do curso forçado para o direito contratual tendo em vista as relações legitimamente constituídas ao amparo da cláusula ouro.

Indiscutivelmente a ideia de curso forçado contava com uma antipatia generalizada, que vinha de sucessivos episódios ligados a crises no decorrer do século anterior a 1933, e daí derivava, como em tantas ocasiões, o linguajar de transitoriedade e excepcionalidade que ia perdendo o sentido na medida em que se percebia que não havia caminho de volta. A poeira ia se assentando, os debates sobre retroatividade e as disputas se resolvendo, e a primeira modificação efetuada no Decreto 23.501/33 teve a ver com os contratos internacionais, como na lei francesa. A Lei 28/35 estabeleceu que os contratos para importação de mercadorias do estrangeiro, inclusive os celebrados pela administração pública, não se incluíam nos dispositivos do Decreto 23.501/33, providência que retroagia aos contratos celebrados a partir de 15 de julho de 1934.

A segunda alteração ocorreu já no Estado Novo, através do Decreto-Lei 236/38, e a situação contemplada era a de falências no estrangeiro contra empresas no Brasil nas quais o credor estrangeiro queria cobrar suas dívidas na forma da Cláusula Ouro. O novo decreto-lei protegeu o devedor brasileiro ao impedir o efeito daquela cláusula contra os nacionais,

garantindo a estes a liberação da obrigação “mediante depósito, no Banco do Brasil, do correspondente, em moeda nacional, ao débito de moeda estrangeira corrente e não do ouro, constante dos contratos ou títulos, ao câmbio do dia do depósito”. Dessa forma o credor estrangeiro era forçado a reconhecer a desvalorização de sua moeda relativamente ao ouro, mas o devedor brasileiro fazia seu depósito ao câmbio do dia. O credor podia receber o pagamento em moeda nacional ou converter seu saldo em moeda estrangeira “à taxa do dia de cada remessa e dentro das possibilidades cambiais do país”, direitos que prescreveriam em vinte e quatro meses, contado da data do depósito.

A terceira exceção, através do Decreto-Lei 1.079/39, transformava em “contratos em moeda papel nacional” os empréstimos com garantia hipotecária anteriores a dezembro de 1933, cuja quantia mutuada tenha sido expressa em ouro ou em moeda estrangeira, “desde que nesta moeda tenha sido fornecida a importância ao mutuário”. A conversão não alcançava as parcelas já liquidadas de conformidade com a Cláusula Ouro, mas apenas as parcelas vincendas e não executadas.

A quarta exceção, mais genérica que todas as outras, feita através do Decreto-Lei 6.650/44, estabelecia que “Não se incluem nos dispositivos do Decreto 23.501/33, as obrigações contraídas no exterior em moeda estrangeira para serem executadas no Brasil.” (Art. 1) o que “será aplicado às obrigações anteriores ao Decreto 23.501/33, desde que não tenham sido objeto de acordo entre as partes ou de decisão judicial transitada em julgado” (Art. 2).

Estas quatro exceções resultavam apenas em que o regime jurídico da inconversibilidade desse tratamento especial às transações internacionais, pois estas envolviam agentes em duas jurisdições cada qual exigindo a estipulação de pagamentos em sua própria moeda. Após o Decreto-Lei 6.650/44, com suas disposições retroativas a novembro de 1933, os contratos internacionais não mais originam conflitos relevantes, e as intervenções seguintes na legislação monetária tratariam apenas de problemas decorrentes da inflação e do enunciado nominalista do Artigo 2 do Decreto 23.501/33.

O Decreto 23.501/33 dispunha em seu Artigo 2 que a moeda nacional teria poder liberatório apenas pelo seu valor legal, um enunciado particularmente forte do princípio nominalista. No entender de muitos, era este o dispositivo que, conforme explica José Luiz Bulhões Pedreira, “segundo a interpretação dominante, invalidava qualquer cláusula de atualização monetária não expressamente autorizada por lei especial”<sup>46</sup>. Como se verá adiante, em 1969, através do Decreto-Lei 857/69, a abertura dos caminhos para a

---

<sup>46</sup> Bulhões Pedreira, 1993, p. 360.

disseminação da correção monetária no país se daria também através da revogação expressa do Artigo 2 do Decreto 23.501/33.

Bem antes disso, todavia, em 1956, a Lei 2.973, de 26 de novembro desse ano, trazia em seu Artigo 16, em meio a uma infinidade de dispositivos pertinentes ao BNDE, o seguinte enunciado:

Art. 16. Não se aplicam às operações do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico as disposições do Decreto 23.501/33.

É interessante observar que, à luz dessa modificação, todas as leis que instituíssem a prática de correção monetária teriam que se construir como “exceções” ao Decreto 23.501/33, tal como aquelas ligadas a pagamentos internacionais. O nominalismo do Artigo 2 não era compatível com a disseminação da correção monetária. Conforme relata José Luiz Bulhões Pedreira: “em 1956 já se tornara evidente que se o BNDE continuasse a praticar empréstimos a longo prazo em moeda nominal jamais poderia acumular capital que lhe permitisse dispensar novos recursos tributários, pois em termos reais recebia em restituição pequena porcentagem dos recursos mutuados. Para eliminar esses empecilhos, o BNDE pleiteou e obteve do Congresso Nacional que o Artigo 16 da Lei 2.973/56, excluísse suas operações das proibições do Decreto 23.501/33.”<sup>47</sup> O resultado era que o BNDE, em plena vigência da Lei da Usura, agora podia desenvolver uma carteira de empréstimos porque lhe era permitida a correção monetária sobre o valor histórico do capital emprestado. É fácil ver o quanto era generalizada essa distorção entre instituições financeiras, concessionárias de serviços públicos e empresas em geral. Portanto, o problema ia bem além do BNDE, eis que a demanda por correção monetária era bem ampla, e sua disseminação já estava bem avançada sem que tivesse havido modificação no Artigo 2 do Decreto 23.501/33, cuja redação de forte cunho nominalista era, para muitos juristas, impeditiva à correção monetária.

Em 1967 ocorre um curioso episódio, uma pequena demonstração das peripécias do efêmero nos andamentos da História. O Decreto-Lei 238/67, que tratava de assuntos nada relacionados a temas monetários, no último artigo trazendo o habitual comando proclamando “*revogadas as disposições em contrário*”, trazia um pequeno e inesperado adendo: “*e o Decreto 23.501 de 27 de novembro de 1933*”.

Embora houvesse clareza em que o Decreto 23.501/33, em particular o seu Artigo 2, não estava em sintonia com a ampla disseminação da correção monetária que vinha se

---

<sup>47</sup> *Ibid.*, pp. 358-359. Dois anos depois, pela Lei 3.470/58, o regulamento do imposto de renda introduzia o que foi designado como “a primeira experiência do direito positivo brasileiro com o mecanismo da indexação”, cf. Oliveira, 2009, p. 305. Era um dispositivo que permitia a correção monetária em alguns itens das demonstrações financeiras.

observando já há alguns anos – alguns ministros do Supremo Tribunal Federal avaliavam que a contradição era simplesmente insustentável –, a revogação completa do decreto era uma iniciativa radical e equivocada, eis que revogava também o curso forçado da moeda nacional e a suspensão da cláusula ouro. Fazia-se essencial consertar a situação, e duas semanas depois viria uma solução solene, talvez exagerada, pois em vez do simples cancelamento ou republicação do Decreto-Lei, pois afinal tratava-se de um ato do Presidente, optou-se por uma peça prolixa que indicava a intenção de reescrever a lei monetária brasileira. O Decreto-Lei 316/67, que solucionava o problema, trazia alusões à “ordem pública” e à “segurança nacional” para justificar os esclarecimentos sobre estipulações de pagamento e sobre os casos em que podiam ser pactuadas cláusulas de pagamento em ouro ou em moeda estrangeira, e considerava “a necessidade de complementar” o disposto no Decreto-Lei anterior “de modo a precisar a extensão da derrogação” (*sic*) do Decreto 23.501/33. No Artigo 1 do novo Decreto Lei ficava estabelecido que a “derrogação” aplicava-se ao que já estava efetivamente derogado, vale dizer, ao caso de obrigações cujo credor ou devedor seja pessoa residente ou domiciliada no exterior, e também aos “negócios jurídicos que tenham por objetivo a cessão, transferência, delegação, assunção ou modificação” dessas obrigações. A circunlocução servia apenas ao propósito de enfeitar o desfazimento de um erro grosseiro, que deve ter tido autor ilustre.

Pouco mais de dois anos depois a lei monetária veio a ser reescrita e consolidada, através do Decreto-Lei 857/69, como se segue:

#### **Decreto-Lei 857 de 11 de setembro de 1969**

*Consolida e altera a legislação sobre moeda de pagamento de obrigações exequíveis no Brasil*

Os Ministros da Marinha de Guerra, do Exército e da Aeronáutica Militar, usando das atribuições que lhes confere o art. 1 do Ato Institucional número 12/69, combinado com o § 1 do Art. 2 do Ato Institucional número 5/68, decretam:

Art. 1. São nulos de pleno direito os contratos, títulos e quaisquer documentos, bem como as obrigações que, exequíveis no Brasil, estipulem pagamento em ouro, em moeda estrangeira, ou, por alguma forma, restrinjam ou recusem, nos seus efeitos, o curso legal do cruzeiro.

Art. 2. Não se aplicam as disposições do artigo anterior:

I - aos contratos e títulos referentes a importação ou exportação de mercadorias;

II - aos contratos de financiamento ou de prestação de garantias relativos às operações de exportação de bens de produção nacional, vendidos a crédito para o exterior;

III - aos contratos de compra e venda de câmbio em geral;

IV - aos empréstimos e quaisquer outras obrigações cujo credor ou devedor seja pessoa residente e domiciliada no exterior, excetuados os contratos de locação de imóveis situados no território nacional;

V - aos contratos que tenham por objeto a cessão, transferência, delegação, assunção ou modificação das obrigações referidas no item anterior, ainda que ambas as partes contratantes sejam pessoas residentes ou domiciliadas no país.

Parágrafo único: Os contratos de locação de bens móveis que estipulem pagamento em moeda estrangeira ficam sujeitos, para sua validade, a registro prévio no Banco Central do Brasil.

O Artigo 1 basicamente repetia o disposto no artigo primeiro do Decreto 23.501/33, ampliando em certa medida o seu escopo ao tratar “contratos, títulos e quaisquer documentos, bem como as obrigações exequíveis no Brasil”. Ainda assim, se mantinha um dispositivo sobre pagamentos – apenas a linguagem se moderniza do “curso forçado do mil-réis papel” para o “curso legal do cruzeiro”, caindo, então, o tom depreciativo daquela redação (a indefectível alusão ao ‘papel’). Estávamos já em um momento em que o papel-moeda inconversível era a normalidade de sistemas monetários por todo o mundo. O Artigo 2 do Decreto 23.501/33 aludindo ao “valor legal” da moeda não estava mais presente. O Artigo 2 do Decreto-Lei 857/69 apenas reunia as exceções relacionadas a pagamentos internacionais acima examinadas: contratos e títulos referentes a importação e exportação, financiamentos e prestações de garantias a bens no exterior, contratos de câmbio, que antes cabiam genericamente na exceção de 1944, agora explicitamente definidos, empréstimos ou obrigações no exterior e cessão, transferência e delegação destes empréstimos ou obrigações. Por fim, acrescentava ainda que os contratos de locação de bens móveis que estipulassem pagamento em moeda estrangeira tinham que ser registrados no Banco Central do Brasil. Havia, portanto, poucas novidades, exceções já contempladas, a revogação dos excessos nominalistas do Decreto 23.501/33 e todas as outras leis criando as exceções, mantida ainda, e expressamente, a suspensão da cláusula ouro.

Tomando a oportunidade criada pela derrogação acidental do Decreto 23.501/33, a nova consolidação promovida pelo Decreto Lei 857/69 abolia expressamente o princípio nominalista e reforçava, embora de forma tácita, a separação entre moeda de pagamento e a moeda de conta que ficava a critério dos agentes econômicos e sujeita às limitações estabelecidas pelas leis específicas tratando de correção monetária. A lei monetária tornava-se um dispositivo apenas sobre moeda de pagamento, que devia ser a moeda nacional, enquanto a moeda de conta, agora privada de um enunciado nominalista, passava a ser definida *ad hoc*. Para contratos internacionais poderia ser a estrangeira, enquanto os outros contratos na economia teriam uma disciplina própria. Era uma “fragmentação” da moeda, que liberalizava a utilização de múltiplas moedas de conta utilizadas em diferentes contratos, como espontaneamente parecia ocorrer em razão da inflação, mas sempre em decorrência de lei específica. Mas talvez tenha sido este dispositivo que garantiu a legitimidade jurídica para o mergulho final na correção monetária e na inflação.



#### 2.4. Correção monetária e moeda de conta no Brasil

A disseminação da correção monetária no Brasil a partir dos anos 1960 é um dos aspectos mais importantes e singulares da experiência inflacionária brasileira. Há muitas maneiras de contar esta história, a mais frequente é a da imposição progressiva da conveniência, sob o ângulo individual, da adoção de mecanismos de proteção das partes de um contrato contra as variações do poder de compra da moeda. Não se deve perder de vista, todavia, que é o fracasso do Estado em proporcionar a seus cidadãos uma moeda estável que dá origem a esta solução parcial de se oferecer a *sensação* de moeda estável, através da correção monetária, a certos agentes, sempre mediante lei autorizativa especificando termos e condições, ou a moeda de conta a ser usada em determinado relacionamento. De início são os mutuários do BNDE excepcionados da regra nominalista, depois os credores do Estado, seus funcionários, pensionistas e fornecedores, e depois algumas relações privadas, salários, alugueis e contratos em geral, sempre sob determinados limites, que vão se alargando, e assim se generalizam as exceções, descaracterizando a regra.

A dúvida sobre se a correção monetária era um alívio, ou um agravamento da patologia, um mergulho na anomia monetária, vai crescendo com o tempo e com a magnitude da desagregação da moeda. Mas é certo que em nenhuma outra das grandes inflações que a humanidade conheceu foi tamanha a sofisticação, diversidade, elaboração nesse terreno. A experiência brasileira com “inflação alta”, de acordo com a definição de Stanley Fischer (mais de 100% anuais), é a segunda mais duradoura dentre todos os casos documentados do pós guerra: mais de quinze anos, ou exatos 182 meses contados a partir de agosto de 1981<sup>48</sup>, e durante as quatro décadas anteriores era costume designar a inflação brasileira como “crônica”. Desde 1933, com a suspensão da cláusula ouro, a indexação cambial estava vedada no Brasil e, diferentemente de países vizinhos, o Brasil não viu se disseminar a contratação em moeda estrangeira quando a inflação se tornou mais presente a partir dos anos 1940 e 1950. Enquanto em países vizinhos se observava muita “dolarização” e “fuga de capital”, em razão de repressão financeira e controles cambiais, o Brasil experimentou aquelas mazelas numa escala muito menor em razão da disseminação da correção monetária em contratos que protegiam remunerações e em veículos financeiros de armazenamento de poder de compra. O reduzido grau de abertura da economia teve seu papel em diminuir o interesse na indexação cambial, mas seguramente não foi decisivo.

---

<sup>48</sup> Fischer *et al.*, 2002, p. 874.

A correção monetária deve ser vista como um fenômeno monetário, mesmo que sua referência seja uma obrigação, um contrato entre indivíduos ou empresas, a tributação, as pensões ou as tarifas públicas. O direito monetário e o das obrigações são províncias próximas, às vezes superpostas. Visto do ângulo do economista, a cláusula de correção monetária oferece uma solução “Pareto-ótima” para dois agentes avessos ao risco e que precisam estabelecer entre si uma obrigação pecuniária<sup>49</sup>. Como a confecção do contrato em termos nominais teria de necessariamente envolver um acordo sobre uma expectativa de inflação para a duração do contrato, a adoção da indexação sempre oferece uma solução superior, que livra as partes do exercício da adivinhação, uma provável fonte de assimetria no contrato. A experiência brasileira facilmente induz à hipótese que a indexação tende a ser adotada espontaneamente, na medida em que reduz genericamente os custos de transação, mas, a evidência de rejeição da indexação no contexto americano, por exemplo, faz crer que a correção monetária é uma criatura mais brasileira do que aparenta<sup>50</sup>.

Também era claro para os economistas que a correção monetária consistia na desagregação das funções da moeda, ou em uma estipulação de moeda de conta diferente na moeda de pagamento, decorrente de acordo entre as partes contratantes de uma obrigação sobre seu “valor real”. Essa “diferença” não quer dizer que a obrigação envolvia moedas efetivamente diversas: na maior parte dos casos tratava-se *da mesma moeda em diferentes momentos do tempo*, apenas ajustada conforme a variação de índices de custo de vida. Não deve haver dúvida que estão envolvidas aqui as três faces da moeda: a moeda de conta é apartada, tal qual fosse de outro país, a fim de capturar os efeitos da incapacidade da moeda de pagamento preservar poder de compra no tempo, ou de cumprir adequadamente sua função de armazenar valor. A introdução da correção monetária era como restituir a importância do poder de compra da moeda no seio da ordem monetária, pois, conforme já observado, o nominalismo não pode extremar-se a ponto de retirar relevância da consideração pelo valor das coisas.

Conforme o olhar jurídico, segundo Arnoldo Wald<sup>51</sup>:

Inspirando-se na lição dos economistas e na dissociação das funções da moeda por eles defendida, procurou o direito brasileiro manter o cruzeiro como meio de pagamento, modificando, todavia, a unidade de conta, ou seja, a medida de valor, que passou a ser, conforme o caso, as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional - ORTN, a Unidade Padrão de Capital - UPC, o salário-referência ou qualquer outro índice escolhido pelas partes cuja variação seria aplicável no momento devido, para que fosse atualizado. Na realidade, o índice funciona do mesmo modo que uma moeda estrangeira. Passamos a ter dívidas em UPC ou em ORTN, como poderíamos tê-las em dólares,

<sup>49</sup> Shavell, 1976 traz uma demonstração particularmente elegante.

<sup>50</sup> O estudo de Schiller sobre a resistência à indexação nos EUA parece sugerir que uma longa e tumultuada experiência inflacionária pode ser necessária para popularizar uma tecnologia contratual cujas vantagens não parecem nada óbvias para o ambiente de inflação baixa.

<sup>51</sup> Wald, 1983, p. 12.

marcos ou francos suíços nos contratos internacionais. O pagamento é sempre em cruzeiros e o montante a ser pago é condicionado pela variação da unidade de conta (ORTN, UPC, dólar, marco, franco suíço, etc.). Esta dissociação entre moeda de conta e de pagamento enseja o que já se denominou “a bigamia monetária”.

Na verdade, tínhamos aqui uma poligamia, em vista do modo caótico como a coisa se processou, eis que diferentes unidades de conta que capturavam a perda de poder de compra da moeda de pagamento podiam conviver com moeda de pagamento de curso forçado, segundo a escolha dos agentes e na forma permitida em lei. A criação da ORTN pela Lei 4.357/64, segundo Chacel, Simonsen e Wald, é “o reconhecimento oficial das distorções provocadas pela alta de preços ... é a lei que inaugura, no direito brasileiro, o instituto da correção monetária, aplicando-o aos casos de impontualidade no pagamento da dívida fiscal e às emissões de títulos do Tesouro.”<sup>52</sup> O texto a seguir não parece conter toda essa mensagem; como reconheceria Simonsen anos depois: “não era objetivo explícito da Lei 4.357/64 transformar a ORTN em unidade de conta indexada, mas a multiplicação de casos de correção monetária previstos em lei, conferiu-lhe naturalmente esse papel”.<sup>53</sup> A Lei 4.357/64 a seguir continha uma miríade de dispositivos relativos a introdução da correção monetária no sistema tributário, além de suas disposições mais caracteristicamente “monetárias”, abaixo destacadas (grifos meus):

**Lei 4.357 de 16 de julho de 1964**

*Autoriza a emissão de Obrigações do Tesouro Nacional, altera a legislação do imposto sobre a renda, e dá outras providências*

O Presidente da República, faço saber que o Congresso Nacional decreta e eu sanciono a seguinte Lei:

Art. 1. Fica o Poder Executivo autorizado a emitir Obrigações do Tesouro Nacional até o limite e títulos em circulação de Cr\$ 700.000.000.000,00 (setecentos bilhões de cruzeiros), observadas as seguintes condições, facultada a emissão de títulos múltiplos:

(...)

§ 1. O valor nominal das Obrigações será atualizado periodicamente em função das variações do poder aquisitivo da moeda nacional, de acordo com o que estabelece o § 1 do art. 7 desta Lei.

(...)

§ 4. As Obrigações terão poder liberatório pelo seu valor atualizado de acordo com o § 1, para pagamento de qualquer tributo federal, após decorridos 30 (trinta) dias do seu prazo de resgate.

(...)

§ 7. As diferenças, em moeda corrente, de valor nominal unitário, resultantes da atualização prevista no parágrafo 1, não constituem rendimento tributável das pessoas físicas ou jurídicas.

(...)

Art. 7. Os débitos fiscais, decorrentes de não-recolhimento, na data devida, de tributos, adicionais ou penalidades, que não forem efetivamente liquidados no trimestre civil em que deveriam ter sido pagos, terão o seu valor atualizado monetariamente em função das variações no poder aquisitivo da moeda nacional.

§ 1. O Conselho Nacional de Economia fará publicar no *Diário Oficial* no segundo mês de cada trimestre civil a tabela de coeficientes de atualização a vigorar durante o trimestre civil seguinte, e a correção prevista neste artigo será feita com base na tabela em vigor na data em que for efetivamente liquidado o crédito fiscal.

<sup>52</sup> Chacel, Simonsen e Wald, 1974, p. 289.

<sup>53</sup> Simonsen, 1995, p. 33.

A lei criava um instrumento de dívida pública com determinadas características referentes a juros, prazos, valor unitário e montantes autorizados, mas sua singularidade residia no fato de o título possuir um valor nominal que seria “atualizado periodicamente em função das variações do poder aquisitivo da moeda nacional” (§ 1, Art. 1) publicado no segundo mês de cada trimestre (§ 1, Art. 7). Não era estranho que um título público possuísse poder liberatório diante da Fazenda Nacional, mas nesse contexto onde se criava tacitamente uma moeda de conta, o poder liberatório pelo valor atualizado (§ 4, Art. 1) dava nova característica à construção. Era interessante e revelador que a variação nominal no valor da ORTN *não* fosse considerada rendimento tributável, uma vez que era apenas a recomposição do “valor real” da obrigação, e não faria sentido tributar a mera recomposição do valor real do principal. Isso pode parecer óbvio em nossos dias, mas certamente não era o caso naquele momento, quando o dispositivo parecia um grande avanço conceitual. Na verdade, o restante da lei estava repleto de providências nessa direção em assuntos tributários como, por exemplo, a determinação de que os débitos fiscais vencidos tivessem “seu valor atualizado monetariamente em função das variações no poder aquisitivo da moeda nacional” (*caput*, Art. 7). Era um conceito de amplas consequências, pois reconhecia que a passagem do tempo em si, obedecido o princípio nominalista e na presença de inflação, era prejudicial ao credor, no caso, o fisco.

A criação da ORTN e o Decreto Lei 857/69, em si, apenas forneciam instrumentos e removiam obstáculos, talvez mais simbólicos do que reais, eis que a correção monetária precisava ser introduzida em lei para cada situação específica individualmente. Os problemas eram imensos e paralisantes nas empresas, mercê dos impactos da inflação sobre as demonstrações financeiras e sobre a legislação tributária. Constantemente as empresas viam-se divididas entre o chamado “efeito Tanzi” – a redução do valor do imposto em decorrência da inflação, como no caso extremo dos impostos *ad valorem* – e o “arrasto fiscal”, o efeito contrário, que ocorre, por exemplo, quando não há correção monetária do ativo imobilizado ou da tabela progressiva do imposto de renda, por exemplo. Em toda parte as distorções se acumulavam e eram tratadas caso a caso: alugueis, empréstimos em geral e habitacionais em particular, seguros, benefícios de previdência, desapropriações, ações judiciais, indenizações em geral, para não falar em salários. A introdução de regras de correção monetária em cada um desses casos, bem como os ajustes na periodicidade de incidência conforme o nível da inflação, foi sempre incremental, lenta, contenciosa e muito heterogênea. Muitos volumes foram escritos sobre esta evolução, este não é o lugar para uma resenha desses desenvolvimentos que estão bem documentados na literatura especializada. Vale destacar,

contudo, o papel da jurisprudência, pois foi daí que foram se fortalecendo alguns conceitos básicos que orientaram a evolução da correção monetária no Brasil. Vale destacar, em primeiro lugar, o que ficou conhecido como a “teoria de imprevisão”, ou as cláusulas *rebus sic stantibus*, acima mencionadas, que se referem ao encerramento, resolução ou revisão de um contrato, por força de seus próprios dispositivos, ou por determinação de um juiz, caso a continuidade do contrato, face a algum evento imprevisível, resultasse em desproporção manifesta entre as partes, em claro desequilíbrio relativamente ao acordo original, causando sérios prejuízos a uma das partes em benefício da outra<sup>54</sup>.

É fácil ver que, em um ordenamento estritamente nominalista, o surgimento e a aceleração da inflação possam produzir diversas situações onde uma parte em um contrato invoca a teoria da imprevisão para solicitar a revisão ou o término da obrigação. O economista tende a adotar um olhar simpático ao mecanismo pois não existem “contratos completos”, ou seja, que prevejam todos os estados da natureza, inclusive aqueles que podem, inesperadamente, produzir ganhos e perdas de enormes proporções em diferentes tipos de relações. Já em meados dos anos 1970, Chacel, Simonsen e Wald observavam, todavia, que “atualmente o clima inflacionário não é mais um fato imprevisível, que possa ser alegado para obter a revisão contratual”<sup>55</sup>. De fato, a cláusula de correção monetária retira a necessidade de revisão em razão da variação do nível geral de preços: conforme já observado anteriormente, a indexação reduz a incerteza contratual ao colocar ambas as partes, se avessas ao risco, em uma situação superior. A variável chave, todavia, para a ser *a periodicidade do reajuste*, pois a aceleração da inflação ia produzindo perdas, aferidas pelo valor médio real dos pagamentos, mesmo em contratos indexados, pois a periodicidade de aplicação era longa. A experiência mostraria que a indexação anual funcionava bem até inflações na faixa de 20% anuais, já uma inflação de 1000% anual reduzia o valor real de um pagamento em 50% em dois meses. É fácil ver que a passagem de 20% para 100% e para 1000% eram eventos que provocavam enormes e inesperadas perdas, *mesmo em contratos com correção monetária*.

A aplicação da teoria da imprevisão foi decrescendo com a disseminação e aperfeiçoamento das cláusulas de correção monetária, sobretudo depois de alcançada a periodicidade mensal ou menor, e sua popularidade só veio a se recuperar anos depois com os planos econômicos, que, sem lugar à dúvida, produziram eventos inesperados que, em

---

<sup>54</sup> A “teoria da imprevisão” está bem definida no Artigo 478 do Novo Código Civil (Lei 10.406/02), mas como uma inovação decorrente não tanto do passado inflacionário mas do disposto no Art. 421: “A liberdade de contratar será exercida em razão e nos limites da função social do contrato.” Ficava inaugurado aí um revisionismo talvez excessivo que acha expressão também no Código de Defesa do Consumidor (Lei 8.078/90), que estabelece em seu Artigo 6, V, o direito à “modificação das cláusulas contratuais que estabeleçam prestações desproporcionais ou sua revisão em razão de fatos supervenientes que as tornem excessivamente onerosas”.

<sup>55</sup> Chacel, Simonsen e Wald, 1974, p. 73.

muitos casos, ocasionaram sérias perdas a partes de contratos previamente existentes. Voltaremos ao tema no contexto específico dos planos heterodoxos no Capítulo 7.

Mais importante como doutrina, emergindo da jurisprudência foi a chamada teoria das dívidas de valor, cujo patrono, Tulio Ascarelli (1903-1959), estava entre as grandes autoridades internacionais em direito monetário e que, fugido da Itália em razão de leis que afastaram os professores de origem judaica das faculdades italianas, viveu no Brasil entre 1941 e 1946, a maior parte do tempo como docente e pesquisador na Universidade de São Paulo. As dívidas de valor seriam aquelas, conforme explica Wald, “em que a moeda não constituía o objeto da dívida. São débitos que visam assegurar ao credor um *quid* e não um *quantum*, uma situação patrimonial determinada e não um certo número de unidades monetárias.”<sup>56</sup> Ascarelli não via inconsistência entre o princípio nominalista e a existência dessas dívidas, e os exemplos oferecidos eram de meridiana clareza: obrigações alimentares, reembolso de despesas, indenizações por perdas e danos. A noção de dívida de valor, como explica Marcos Cavalcanti de Oliveira (grifos meus), de “não nega o nominalismo e o princípio da reserva legal, que combinados, afirmam não haver correção monetária sem lei que a institua, mas *limita a sua aplicação ao terreno das dívidas que desde a sua constituição têm por objeto a prestação pecuniária*”.<sup>57</sup> E assim, conforme a narrativa de Bulhões Pedreira, “podemos afirmar que, em 1974, o Supremo tinha firmado sua posição no tocante à correção monetária, considerando-a válida: (a) quando legalmente prevista; (b) quando decorrente de acordo entre as partes, não havendo lei impeditiva; e (c) quando aplicada nas dívidas de valor, só incidindo na indenização de danos morais”.<sup>58</sup>

O problema, na verdade, era a amplitude do conceito de dívidas de valor, ou em *o que exatamente não enquadrar na teoria*, ou seja, por que não incluir dentre essas obrigações as decorrentes das relações de trabalho, incluídas as aposentadorias, a tributação, as demonstrações financeiras, as mensalidades escolares? O fato é que a “natureza alimentícia” de uma obrigação, ou a manutenção de certa situação patrimonial, servia para justificar a aplicação de cláusulas de correção monetária em um espectro muito amplo de relações e mais: a teoria servia para justificar o uso do salário mínimo como indexador, o que foi experimentado no início dos anos 1960, mas sem sucesso face às grandes oscilações e valor, ou aos desejos de utilizar o salário mínimo como ferramenta de política social. Em 1975, através da Lei 6.205, o papel do salário mínimo como indexador ficou restrito aos benefícios da previdência social, conforme abaixo (grifos meus):

---

<sup>56</sup> Wald, 1996, p. 221.

<sup>57</sup> Oliveira, 2009, p. 307.

<sup>58</sup> Bulhões Pedreira, 1993, p. 361.

### Lei 6.205 de 29 de abril de 1975

*Estabelece a descaracterização do salário mínimo como fator de correção monetária e acrescenta parágrafo único ao Artigo 1 da Lei número 6.147/74*

O Presidente da República, faço saber que o Congresso Nacional decreta e eu sanciono a seguinte Lei:

Art. 1. Os valores monetários fixados com base no salário mínimo não serão considerados para quaisquer fins de direito.

§ 1. Fica excluída da restrição de que trata o *caput* deste artigo a fixação de quaisquer valores salariais, bem como os seguintes valores ligados à legislação da previdência social, que continuam vinculados ao salário mínimo:

I - Os benefícios mínimos estabelecidos (...)

(...)

Art. 2. Em substituição à correção pelo salário mínimo, o Poder Executivo estabelecerá sistema especial de atualização monetária.

Muito mais importante que o salário mínimo foi a disseminação da ORTN como indexador oficial, processo que teve o seu apogeu com a Lei 4.623/77, que estabeleceu uma espécie de exclusividade da ORTN para servir como moeda de conta, o que acentuou ainda mais o seu “caráter monetário” ou sua importância como *moeda de conta oficial* (grifos meus).

### Lei 6.423 de 17 de junho de 1977

*Estabelece base para correção monetária e dá outras providências*

O Presidente da República, faço saber que o Congresso Nacional decreta e eu sanciono a seguinte Lei:

Art. 1. A correção, em virtude de disposição legal ou estipulação de negócio jurídico, da expressão monetária de obrigação pecuniária somente poderá ter por base a variação nominal da Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional (ORTN).

§ 1. O disposto neste artigo não se aplica:

a) aos reajustamentos salariais de que trata a Lei 6.147/74;

b) ao reajustamento dos benefícios da previdência social, a que se refere ao § 1 do artigo 1 da Lei 6.205/75; e

c) às correções contratualmente prefixadas nas operações de instituições financeiras.

§ 2. Respeitadas as exceções indicadas no parágrafo anterior, quaisquer outros índices ou critérios de correção monetária previstos nas leis em vigor ficam substituídos pela variação nominal da ORTN.

§ 3. Considerar-se-á de nenhum efeito a estipulação, na vigência desta Lei, de correção monetária com base em índice diverso da variação nominal da ORTN.

Art. 2. O disposto nesta Lei não se aplica aos contratos pelos quais a empresa se obrigue a vender bens para entrega futura ou a prestar ou fornecer serviços a serem produzidos, cujo preço poderá reajustar-se em função do custo de produção ou da variação no preço de insumos utilizados.

A Lei 6.423/77, em primeiro lugar, deixava claro que a correção monetária, de nenhuma forma “restringia ou recusava, nos seus efeitos, o curso legal do cruzeiro”, conforme vedava o Art. 1 do Decreto Lei 857/69. A partir daí, segundo observa Fabio Konder Comparato, “A legislação brasileira passou a distinguir, com clareza, a circulação de

moeda corrente, da sua valoração em função do poder aquisitivo.”<sup>59</sup> A utilização da ORTN ampliava e consolidava a “bigamia monetária”, ao mesmo tempo em que a inflação ia se acelerando a níveis inauditos. No começo de 1986, com o primeiro dos planos heterodoxos, o Plano Cruzado, a ORTN é transformada na OTN (Obrigação do Tesouro Nacional) pelo Decreto Lei 2.284/86, e, coerentemente, a retirada do termo “reajustável” vinha acompanhada do congelamento do valor da OTN. A partir de março de 1987 a OTN reconquistou o “reajustável”, vale dizer, passou a ser reajustada de acordo com a inflação e, em seguida, foi criada a OTN fiscal, com variação diária, por iniciativa da Secretaria da Receita Federal. O Plano Verão, em 1989, extinguiu tanto a OTN quanto a sua versão diária, mas poucos meses depois a Lei 7.777/89 criou o BTN (Bônus do Tesouro Nacional) e a Lei 7.799/89, um mês depois, recriava o BTN fiscal, igualmente reajustável, mas sem direito à esta denominação. Novamente essas unidades foram extintas em 1991 pelo Plano Collor 2, que introduziu a correção pela TR (Taxa Referencial). Mas, como veremos em detalhe no Capítulo 7, a utilização da TR como índice de correção monetária seria julgada inconstitucional, ocasionando grande transtorno. A unificação das moedas de conta havia sido completamente destruída e a proliferação de diferentes unidades e índices alimentava e tonificava a anarquia monetária. No final de 1991, pela Lei 8.383/91, a seguir, o governo criou a UFIR (Unidade Fiscal e Referência) para servir como moeda de conta e índice de correção monetária exclusivamente para os assuntos tributários (grifos meus):

**Lei 8.383 de 30 de dezembro de 1991**

*Institui a Unidade Fiscal de Referência, altera a legislação do imposto de renda e dá outras providências*

O Presidente da República Faço saber que o Congresso Nacional decreta e eu sanciono a seguinte lei:

Art. 1. Fica instituída a Unidade Fiscal de Referência (Ufir), como medida de valor e parâmetro de atualização monetária de tributos e de valores expressos em cruzeiros na legislação tributária federal, bem como os relativos a multas e penalidades de qualquer natureza.

§ 1. O disposto neste capítulo aplica-se a tributos e contribuições sociais, inclusive previdenciárias, de intervenção no domínio econômico e de interesse de categorias profissionais ou econômicas.

§ 2. É vedada a utilização da Ufir em negócio jurídico como referencial de correção monetária do preço de bens ou serviços e de salários, aluguéis ou royalties.

Art. 2. A expressão monetária da Ufir mensal será fixa em cada mês-calendário; e da Ufir diária ficará sujeita à variação em cada dia e a do primeiro dia do mês será igual à da Ufir do mesmo mês.

§ 1. O Ministério da Economia, Fazenda e Planejamento, por intermédio do Departamento da Receita Federal, divulgará a expressão monetária da Ufir mensal:

a) até o dia 1 de janeiro de 1992, para esse mês, mediante a aplicação, sobre Cr\$ 126,8621, do Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) acumulado desde fevereiro até novembro de 1991, e do Índice de Preços ao Consumidor Ampliado (IPCA) de dezembro de 1991, apurados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE);

b) até o primeiro dia de cada mês, a partir de 1 de fevereiro de 1992, com base no IPCA.

---

<sup>59</sup> **Comparato, ...**, p. 40.



§ 2. O IPCA, a que se refere o parágrafo anterior, será constituído por série especial cuja apuração compreenderá o período entre o dia 16 do mês anterior e o dia 15 do mês de referência.

O impacto das alterações introduzidas pelos planos heterodoxos parece ter induzido o próprio fisco a se proteger das autoridades responsáveis por planos econômicos, estabelecendo suas próprias regras de indexação ou, em última instância, a sua própria moeda de conta, sentimento que se espalhava em muitas áreas em razão da crescente violência da heterodoxia. A arquitetura a UFIR possuía vários elementos posteriormente aproveitados no Plano Real para a construção da URV (Unidade Real de Valor) em 1994. De início, e diferentemente da ORTN, OTN e BTN, a UFIR era apenas uma unidade de conta e não um título, que iniciava sua existência a partir de um cálculo complexo que fazia uma conexão com o último valor para o BTN fiscal ao final de janeiro de 1991. A partir daí a UFIR era reajustada pelo IPCA da série especial, com período de apuração de 16 do mês anterior a 15 do mês corrente<sup>60</sup>, com vistas a que se tivesse, no final do mês, a inflação para o mês corrente medida e divulgada dessa forma. Ao longo do mês a variação da UFIR diária era arbitrária, mas era preciso chegar ao valor para o último dia do mês corrente que refletisse a variação do IPCA-E para o mês<sup>61</sup>.

O problema colocado pela inflação para a legislação tributária brasileira parecia resolvido, a ponto de se dizer que o “Efeito Tanzi” no país havia sido neutralizado, e as instâncias de “arrasto fiscal” pareciam localizadas, a mais importante a tabela progressiva do imposto sobre a renda, cuja indexação tem sido sempre uma questão contenciosa. Não por outra razão estados e municípios começam a criar suas próprias unidades fiscais de referência, que começam a se multiplicar pelo país. O processo de desagregação da moeda havia certamente alcançado também as moedas de conta em boa medida por conta das manipulações empreendidas pelos planos heterodoxos. Para piorar as coisas praticamente todos os estados possuíam ao menos um banco que vinha atuando como uma espécie de banco central estadual, emprestando com poucas limitações e refinanciando dívida mobiliária estadual diariamente a partir de recursos do Banco Central do Brasil, conforme veremos no Capítulo 6. O país poderia estar diante de uma tensão federativa decorrente da liberdade dos estados para emitir moeda através de seus bancos, definir suas moedas de conta e do estado

---

<sup>60</sup> O IPCA “comum”, que em nossos dias serve, inclusive, como referência para o sistema de metas da inflação, é o mesmo índice, porém com o período de coleta do último dia do mês anterior ao último do mês corrente.

<sup>61</sup> Conforme veremos no Capítulo 8, foi exatamente este o mecanismo adotado pela URV, embora nesse caso foram utilizados além do IPCA-E, os índices de preços ao consumidor da FIPE para a terceira quadrimestre e o IGP-M da FGV, todos com coletas que permitiam que a inflação do mês corrente estivesse disponível no último dia do mês.

de *default* crônico entre os estados e a União na área elétrica, bancária, contratual e de dívida mobiliária. Tínhamos aí uma das faces mais complexas da hiperinflação.

## 2.5. A desindexação em 1994: o nominalismo mitigado

O mergulho na hiperinflação e a experiência dos planos econômicos e suas imensas e sucessivas alterações nas leis monetárias no período 1986-1994 serão objeto de exame detalhado nos capítulos 7 e 8, que registrarão um longo e tortuoso caminho de volta no qual um novo compromisso teria de ser estabelecido entre as três funções da moeda. Era preciso determinar as fórmulas pelas quais a perda de poder aquisitivo da moeda deveria ser explicitamente reconhecida e quais moedas de conta poderiam ser utilizadas em cláusulas de correção monetária. A reforma monetária de 1994, ao assentar finalmente a estabilização, trouxe a oportunidade de reconciliar os dispositivos anteriores que estabeleciam o nominalismo com a triste experiência inflacionária vivida pelo país, e que havia deixado enormes sequelas.

Esse novo compromisso se desenha com mais clareza apenas em 1995, cerca de um ano após o Plano Real terminar com a hiperinflação no Brasil, quando o Presidente da República enviou ao Congresso o que foi chamado na época de a Medida Provisória da Desindexação<sup>62</sup>, um instrumento legal que tinha por objetivo consolidar a legislação sobre moedas de conta e mecanismos de indexação aos quais muitos autores atribuíam papel importante, talvez mesmo preponderante em criar uma “memória inflacionária”, ou um componente de “retroalimentação” ou de inflação “inercial”. A real importância de tais “teorias” para a inflação brasileira é matéria bastante polêmica sendo fácil lançar um olhar superficial sobre o assunto. É verdade que a ideia de “inflação inercial” trouxe para o debate sobre a inflação brasileira um vasto contingente de soluções fáceis e ilusórias, e sobretudo erradas, para a inflação brasileira; e em boa medida perverteram a execução dos planos de estabilização ditos “heterodoxos”, a começar pelo Cruzado em 1986, como será examinado em detalhe no Capítulo 7. Nada disso invalidava, entretanto, a percepção de que as leis a governar as cláusulas de correção monetária tinham importância crucial para o processo inflacionário, mesmo na presença de muitas dúvidas sobre a verdadeira natureza e do sentido da causalidade desta relação. Entretanto, curiosamente, a expressão “desindexação” ganhou muitos significados, inclusive o de designação genérica para a solução do problema central

---

<sup>62</sup> MP 1.053/95, posteriormente convertida na Lei 10.192/01.

de coordenação decisória no seio dos programas de combate a inflações elevadas. Para muitos a tarefa da “desindexação” já havia sido executada pela URV (Unidade Real de Valor) no contexto do Plano Real, cabendo em seguida apenas uma revisão das leis sobre correção monetária, adicionalmente ao que já havia sido estabelecido no dispositivo que criou a URV em fevereiro de 1994 e no que criou o Real em julho do mesmo ano<sup>63</sup>. É verdade que muitos desses dispositivos sobre correção monetária tinham como objeto a transição, a reforma monetária e a conversão de contratos. Passado este primeiro momento, e diante do sucesso da estabilização, era preciso estabelecer as regras definitivas para uma economia estável, e não havia coincidência alguma em que, nesse contexto, a expressão “desindexação” viesse a assumir significado bem semelhante ao que, neste capítulo, designamos como nominalismo. E, portanto, foi bastante natural que o legislador voltasse suas atenções para o enunciado do Artigo 2 do Decreto 23.501/33 que havia sido revogado pelo Decreto-Lei 857/69. A Medida Provisória da Desindexação teve 73 reedições até se tornar a Lei 10.192/01, cujos dois primeiros artigos são como se segue (grifos meus):

**Lei 10.192 de 14 de fevereiro de 2001**

*Dispõe sobre medidas complementares ao Plano Real e dá outras providências*

Faço saber que o Presidente da República adotou a Medida Provisória 2.074-73, de 2001, que o Congresso Nacional aprovou, e eu, Antonio Carlos Magalhães, Presidente, para os efeitos do disposto no parágrafo único do Art. 62 da Constituição Federal, promulgo a seguinte Lei:

Art. 1. As estipulações de pagamento de obrigações pecuniárias exequíveis no território nacional deverão ser feitas em Real, pelo seu valor nominal.

Parágrafo único. São vedadas, sob pena de nulidade, quaisquer estipulações de:

I - pagamento expressas em, ou vinculadas a ouro ou moeda estrangeira, ressalvado o disposto nos arts. 2 e 3 do Decreto-Lei 857/69, e na parte final do art. 6 da Lei 8.880/94;

II - reajuste ou correção monetária expressas em, ou vinculadas a unidade monetária de conta de qualquer natureza;

III - correção monetária ou de reajuste por índices de preços gerais, setoriais ou que reflitam a variação dos custos de produção ou dos insumos utilizados, ressalvado o disposto no artigo seguinte.

Art. 2. É admitida estipulação de correção monetária ou de reajuste por índices de preços gerais, setoriais ou que reflitam a variação dos custos de produção ou dos insumos utilizados nos contratos de prazo de duração igual ou superior a um ano.

§ 1. É nula de pleno direito qualquer estipulação de reajuste ou correção monetária de periodicidade inferior a um ano.

A Lei 10.192/01 fazia retornar logo em seu Artigo 1 o enunciado do princípio nominalista do Artigo 2 do Decreto 23.501/33, que havia sido revogado em 1969. O Decreto-Lei 857/69, por sua vez, não foi revogado, permanecendo a norma legal que

---

<sup>63</sup> Respectivamente MP 434/94, posteriormente convertida na Lei 8.880/94 e MP 542/94, posteriormente convertida na Lei 9.069/95.

estabelecia o curso legal da moeda de pagamento no sistema monetário nacional, e mantida as exceções para transações internacionais às quais se adicionava uma nova, concernente ao *leasing* com recursos captados do exterior, estabelecida pela Lei 8.880/94. A lei 10.192/01 recuperava a expressão “estipulações de pagamento ... em Real, pelo seu valor nominal”, bastante e deliberadamente assemelhada à linguagem do Artigo 2 do Decreto 23.501/33 que falava na “moeda corrente” pelo seu “valor legal”. Em 1995 optou-se por uma arquitetura ainda mais claramente nominalista, pois adicionalmente ao enunciado do *caput* do Artigo 1, a correção monetária era expressamente *vedada* nos incisos II e III do parágrafo único. No Artigo 2 a lei definia as “exceções”, como outrora foram tratados os pagamentos internacionais, ou as situações nas quais era admitida *outra* moeda de conta que não a oficial pelo valor nominal - vale dizer, a estipulação de cláusula de correção monetária ou reajuste por índice de preços -, e na verdade, era apenas uma: os contratos com prazo igual ou superior a um ano. Assim, somando-se a essa nova exceção ao nominalismo - que é melhor compreendida como uma *proibição* da prática de indexação para contratos de prazo menor que um ano -, somavam-se os contratos internacionais (Decreto Lei 857/69), os títulos da dívida agrária (por força do Art. 184 da Constituição), o inadimplemento (conforme previsto nos artigos 389, 404, 418 e 772 do Código Civil), as prestações alimentares (conforme o Artigo 1.170 do Código Civil), os contratos no âmbito do sistema financeiro (por força do Artigo 4 da Lei 10.192/01) e os débitos decorrentes de decisão judicial (de natureza trabalhista pelo Artigo 39 da Lei 8.177/91 e em geral pela Lei 6.899/81)<sup>64</sup>.

É difícil argumentar que estas regras tenham tido maiores efeitos sobre a economia naquele momento, pois o ajuste à anualidade, como condição para a prática da indexação, já estava previsto e consumado pelas leis 8.880/94 e 9.069/95. A dúvida, naquele momento, era sobre quais seriam os próximos passos da “desindexação”, se o prazo, ou a periodicidade de um ano deveria se estender, ou se o verdadeiro caminho da “desindexação” não seria, contrariamente, o de se liberar a correção monetária integralmente, posto que ninguém a utilizaria. No caso nos EUA, curiosamente, a grande resistência do público ao uso da indexação, a despeito de suas óbvias vantagens, de acordo como Robert Shiller, “deve ser vista como um dos maiores enigmas econômicos de todos os tempos.”<sup>65</sup> No caso brasileiro, não parece haver nenhum mistério desse tipo: as pessoas parecem sentir-se desamparadas sem a proteção de uma cláusula de correção monetária e talvez propensas ao excesso em matéria de indexação, o que explicaria a percepção generalizada que a indexação pode mesmo

---

<sup>64</sup> Oliveira, 2009, p. 318.

<sup>65</sup> Shiller, 1997, pp. 159-160.

estar entre as causas da inflação. A arte da desindexação talvez esteja justamente no uso moderado, idealmente como um seguro para *não* ser utilizado, situação ideal que ocorre quando os reajustes determinados pelas cláusulas de indexação estão dentro da faixa habitual de variação dos preços relativos, portanto, a indexação se apresenta como um direito sem muita importância para o contrato, sobretudo quando a periodicidade de aplicação funciona bem como se fosse a periodicidade adequada para a revisão contratual. Era isto o que se ambicionava com a anualidade em 1995, e que resultou apropriado, a julgar pela experiência dos anos posteriores. Talvez, com o tempo, a indexação possa deixar o terreno dos contratos e migrar para o terreno das expectativas, onde Thomas Sargent, por exemplo, sempre imaginou que as percepções sobre a inflação futura tivessem o seu *habitat* natural. Duas décadas e meia depois da estabilização, contudo, não parece haver indicações dessa transição.

A Lei 10.192/01 trouxe outros dispositivos que extinguiram todas as “unidades monetárias de conta” que haviam se tornado referência como moeda de contrato, ou de certo universo de obrigações, excetuadas as de natureza fiscal, como a Unidade Fiscal de Referência (UFIR) utilizada pela Receita Federal e também as outras unidades de conta estaduais e municipais assemelhadas. A UFIR passaria a ser reajustada semestralmente a partir de 1996 e anualmente a partir de 1997 (Art. 6), podendo os estados utilizar a UFIR em lugar de suas respectivas unidades. Apenas em 2000 a UFIR foi finalmente extinta, pelo artigo 29 da MP 1.973/00, mas como permaneceram em vigor as disposições legais relativas a correção monetária de débitos trabalhistas, de débitos resultantes de decisão judicial, de débitos relativos a ressarcimento em virtude de inadimplemento de obrigações contratuais e do passivo de empresas e instituições sob os regimes de concordata, falência, intervenção e liquidação extrajudicial, alguns estados, como o Rio de Janeiro, mantiveram versões locais da UFIR para fins de reajustes de obrigações judiciais, sobretudo precatórios.

O Artigo 18, por fim, revogou finalmente a Cláusula Ouro, sepultando em definitivo o Padrão-Ouro no Brasil, através de uma lei sancionada já em pleno século XXI.

Com isso se estabelece, novamente, a tríade de princípios apontados no Decreto 23.501/33, agora fortalecidos e adaptados. Vemos (i) a revogação da Cláusula Ouro, bem como compondo a desindexação relativa à moeda internacional e ao metal; (ii) o nominalismo e a vedação à correção monetária, compondo a desindexação em relação à moeda nacional; e por fim (iii) o curso legal da moeda nacional como meio de pagamento obrigatório, ressalvadas as exceções relativas aos contratos internacionais e os contratos em moeda nacional de prazo superior a um ano. Este o novo compromisso, nada tão diferente do que se estabeleceu em 1933.

## 2.6. Moeda, promessa de pagamento e dívida pública

No mundo da moeda metálica o dinheiro era *uma coisa em si*, sobretudo quando se tratava de moedas propriamente ditas, ou seja, o próprio metal cunhado de conformidade com as especificações fixadas na lei nacional e com os signos de determinado estado soberano. Adicionalmente, o dinheiro poderia se apresentar como um pedaço de papel representativo do metal, ou seja, em um instrumento resgatável ou conversível em ouro ou moeda estrangeira, tal como se fosse um certificado atestando a posse de outra mercadoria, ou um *warrant*, que dava a seu detentor uma garantia para a fruição do resgate, caso solicitado. O dinheiro, nesses desenhos, não poderia deixar de ser visto como uma dívida do Estado, e muito frequentemente se apresentava como uma “promessa de pagamento” inclusive inscrita solenemente nas cédulas. Talvez mesmo antes de 1933, tendo em vista uma predominância já visível da moeda fiduciária, nos países centrais e mais claramente nos periféricos, a promessa já fosse mais cerimonial do que prática e, em muitos casos, um anacronismo. Sua redação, no caso brasileiro, como vimos acima, já era mais cautelosa. Conforme a observação aguda de Nussbaum, “o compromisso com essa promessa, em alguns sentidos, era mais repreensível que o seu não cumprimento, e tem sido comparada, não sem motivo, à promessa de não ficar doente.”<sup>66</sup> Depois de 1933, parecia claro que a manutenção dessa promessa no corpo das cédulas, uma vez declarada a inconversibilidade, perdia qualquer sentido e apenas se poderia explicar por “fatores psicológicos” ou pelo “temor que a mudança no impresso no papel pudesse gerar ao repúdio do mesmo”. Ademais, como observou Nussbaum<sup>67</sup> (grifos meus), “a despeito do fato de o papel moeda ter se tornado praticamente inconversível e *não mais evidenciar uma dívida*, essas notas, por imposições da contabilidade, aparecem no lado do passivo do balanço patrimonial do banco ou outra instituição emissora. Não deve haver equívoco, todavia, quanto à natureza legal dessas notas. *O ‘devedor’ desapareceu.*”

A transição definitiva do ouro para o papel de curso forçado, conforme já observado, significava, portanto, *a extinção de uma dívida*: o Estado se livrava das obrigações que possuía quanto ao resgate (conversibilidade) de suas notas e também relativas ao valor dessas notas de forma mais geral, seja em relação aos metais bem como relativamente a bens e serviços dentro do país. Assim, ao estabelecer apenas a obrigatoriedade de aceitação da moeda pelo

---

<sup>66</sup> Nussbaum, 1950, pp. 78-79.

<sup>67</sup> *Ibid.*, p. 80.

seu valor nominal (nominalismo) o Estado se desobrigava de qualquer compensação aos detentores de moeda conversível pela perda do direito ao lastro, pelo desequilíbrio em contratos privados em decorrência da mudança na moeda da obrigação e também de quaisquer deveres com respeito à manutenção do poder de compra do papel moeda cuja obrigatoriedade de aceitação acabava de ser estabelecida.

É fácil de imaginar o sentimento de contrariedade do “credor”, o detentor da moeda conversível, ao ver seu direito cancelado, e ao assistir a depreciação das notas em seu poder. Por mais injusto que pudesse parecer, a conversibilidade era como o direito de acesso a uma civilização perdida, uma impossibilidade prática que a lei apenas cuidou de cancelar. Anos mais tarde, em 1977, o ministro Cordeiro Guerra formulou um entendimento em um acórdão do STF que se tornou clássico e que estabeleceu uma orientação básica para as disputas em torno das reformas monetárias dos anos 1980 e 1990: “Não há direito adquirido a um determinado padrão monetário pretérito, seja ele o mil-réis, o cruzeiro velho ou a indexação pelo salário mínimo. O pagamento se fará sempre pela moeda definida pela lei no dia do pagamento.”

O Decreto Lei 23.501/33 efetivamente extinguiu direitos, e assim se firmou como uma espécie de “pecado original” marcando o nascimento da moeda fiduciária no Brasil, ou como um “pacto fáustico” estranhamente semelhante ao descrito por Goethe em sua narrativa sobre a invenção do dinheiro no “Fausto 2”. Era como se houvesse um novo contrato pelo qual o Estado podia ‘extrair’ valor da obrigatoriedade que estabelecia para a aceitação de papéis pintados sem valor intrínseco, em troca da obrigação genérica, não escrita e incobrável de zelar pelo poder de compra desses papéis. Foi esta a barganha que aí se iniciou, e que se desdobraria em múltiplas frentes nas décadas que se seguiram, como veremos no decorrer deste volume.

Saltava aos olhos, nos primeiros tempos, a sensação de desequilíbrio nas relações entre Estado e Sociedade, em decorrência do enorme poder que os governantes assumiam nesta nova realidade do papel moeda inconvertível. Eram conhecidas as tentações para o abuso, bem atestadas por experiências anteriores, e naturalmente se inicia um longo debate em torno do controle e da limitação desses poderes. Em muitas partes do mundo já havia bancos centrais depositários da missão de administrar a mágica do papel inconvertível dentro de quadrantes já razoavelmente amadurecidos. Onde estas instituições eram incipientes ou inexistentes, deveriam ser criadas e fortalecidas de modo a se adaptar às novas responsabilidades. Veremos no Capítulo 5 que esta evolução, em bases globais, encontrou percalços no início da década de 1930 em razão de crises bancárias e logo adiante, de forma

mais duradoura, foi profundamente afetada pelas necessidades da guerra, da reconstrução e, a seguir, do desenvolvimento. No Brasil, entretanto, por razões a serem estudadas com detalhe no Capítulo 5, sequer se observou a constituição de um banco central com vistas a ordenar o exercício do poder de emitir papel moeda inconvertível. O drama que se desenrola em torno deste tema será um dos mais importantes fios condutores da história monetária do país, conforme explorado no Capítulo 5, sendo certo que o tema da “governança” da instituição depositária do poder de imprimir papel moeda de aceitação obrigatória e de cancelar as inúmeras outras formas de criação de moeda bancária, se mostraria um assunto polêmico e inesgotável, seja pelos conflitos de interesse no cumprimento de suas missões, ou pelas complexidades regulatórias decorrentes da inovação financeira.

No limiar da nova era, entretanto, multiplicavam-se expressões de perplexidade quanto ao funcionamento de um sistema onde o Estado, ou seu banco emissor, podia criar moeda *a partir de nada* e desligado de qualquer obrigação associada. Como na descrição de Nussbaum, o legado do velho sistema era o conjunto de notas registradas no passivo da instituição emissora e que, como não estavam mais sujeitas a resgate, não mais integravam o passivo exigível. Que tratamento conceitual e contábil a ser dado a esta nova conta, bem como às suas variações, às quais estavam associadas as respectivas receitas de senhoriagem?

Estas perguntas estavam no centro das indefinições acerca da nova ordem monetária, e as hesitações sobre suas respostas continuam de tal ordem que a sensação de que é como se não tivessem transcorrido oito décadas desde 1933. No balanço patrimonial do BCB para o ano de 2013, o ponto de chegada deste estudo, ainda havia uma conta passiva intitulada “Meio Circulante” com um saldo de R\$ 204,0 bilhões, ao lado de um capital de R\$ 24,7 bilhões<sup>68</sup>. Como origem dos recursos do BCB, portanto, a emissão de moeda era 8 vezes mais importante que o capital da instituição. Note-se que o ativo total do BCB em 2013 era de R\$ 1.907,7 bilhões, algo como 77 vezes o seu capital. Nas resoluções do próprio BCB em que são definidas as regras para o capital mínimo de instituições financeiras, está expresso que o índice de alavancagem (proporção entre os ativos ponderados pelo risco e o capital) pode, no máximo, chegar a 13. A média do sistema está na faixa de 11, mas o próprio BCB exhibe este número inquietante de 77, um signo evidente da singularidade desta instituição.

Não é muito diferente em outros bancos centrais mundo afora. Para o FED, por exemplo, a alavancagem (relação entre ativos totais e capital) oscilou entre 72 e 34 vezes entre 1981 e 2006 e para amostras da ordem de cerca de 150 bancos centrais em *surveys* para 1992, 1997, 2002 e 2005, observa-se que entre 20% e 30% das ocorrências é de patrimônio líquido

---

<sup>68</sup> E um patrimônio líquido total de R\$ 18,6 bilhões, mercê de prejuízos e provisões.



negativo e entre 40% e 60% dos casos o patrimônio entre numa faixa entre -5% e +5% do total dos ativos.<sup>69</sup>

É claro que, para um banco central, instituição detentora do monopólio da capacidade de fabricar dinheiro, e de auferir receitas de senhoriagem, a importância do “capital” é bem menor, para dizer o mínimo, que aquela que embasa a nova sabedoria regulatória no terreno bancário baseada justamente na adequação do capital. Na verdade, a experiência parece demonstrar que o capital, e mesmo capacidade de auferir ganhos, não teria maior relevância, mesmo quando se torna negativo, exceto se viesse a interferir na capacidade da instituição cumprir sua missão no terreno da política monetária. A questão básica, conforme observa Cukierman, é “a implicação de níveis alternativos de capital, e de regras para a distribuição dos lucros para os governos, na medida que afetam a capacidade do banco central de manobrar os instrumentos de política monetária sem interferência do *establishment* político”<sup>70</sup>.

Não obstante as nobres questões de governança, não se considera que o capital de um banco central tenha importância prática por conta de sua capacidade presente e futura de auferir receitas de senhoriagem<sup>71</sup>, uma espécie de “mais valia”, ou de ganho talvez indevido e imoral do emissor de cédulas cujo custo de produção representa uma fração irrisória de seu “valor de troca”. O tema estava longe de ser desconhecido em 1933, mas não há dúvida que era um tópico profano, de que se evitava falar. Mesmo nos dias atuais, onde a transparência é perseguida e celebrada em cada aspecto da operação de bancos centrais, são raros os casos onde se reconhece a existência das receitas de senhoriagem, jamais especificadas em sua contabilidade regular, a despeito de ocuparem lugar central na relação entre os bancos centrais e seus tesouros nacionais. No Brasil, apenas a partir de 2011, por determinação do TCU, o BCB passou a reportar em nota explicativa de suas demonstrações financeiras uma estimativa das receitas de senhoriagem junto com os valores gastos para a confecção do meio circulante. Não se tem notícia de protocolos internacionais para se reportar receitas de senhoriagem, tampouco para o tratamento dos resultados de um banco central, um extraordinário contraste com os esforços de padronização internacional de temas de supervisão bancária no âmbito do BIS.

Em 1933, o reconhecimento da existência de receitas de senhoriagem criava um enorme ponto de desconforto na nova ordem monetária que se firmava, pois envolvia uma

---

<sup>69</sup> Stella, 2008, Tabela 1 e figuras 2-6. As estimativas para o patrimônio líquido utilizam dados do IMF para 148, 171, 162 e 157 bancos centrais nesses anos, retirando das apurações as atividades não típicas de banco central.

<sup>70</sup> Cukierman, 2006, p. 2.

<sup>71</sup> E também decorrentes de repressão financeira. De acordo com Ize, 2006, p. 18, em um estudo para 87 bancos centrais para o ano de 2003, as rendas decorrentes de “depósitos não remunerados” são maiores que as de senhoriagem propriamente dita.

discussão difícil sobre o “valor de troca” da moeda em um momento quando o ordenamento jurídico introduzia o nominalismo. Parecia exótica, para não dizer próxima à feitiçaria ou à fraude, a ideia que o papel moeda de curso forçado podia ser criado a partir do nada, e que bancos emissores, muitos deles ainda repletos de acionistas privados, auferissem lucros fabulosos decorrentes da troca de papéis pintados de valor nominal fixado em lei por valores muitas vezes maiores que os de seu custo de produção. Nenhum episódio melhor capturou o sentimento da época sobre os mistérios da senhoriagem que o “memorável”<sup>72</sup> e “tragicômico”<sup>73</sup> evento de falsificação e fraude protagonizado por Artur Virgílio Alves Reis em Portugal entre 1925 e 1930<sup>74</sup>. Resumidamente, a fraude consistiu em Alves Reis passar-se por preposto do Banco de Portugal e encomendar à casa Waterlow & Sons, fabricantes do papel moeda utilizado por Portugal, um lote de 480 mil cédulas de 500 escudos com a efígie de Vasco da Gama. Recebida a encomenda, Alves Reis estabeleceu um banco com o propósito de facilitar a distribuição da nova emissão que, para todos os efeitos legais, era indistinguível da legítima, eis que já havia em circulação cédulas da espécie, feitas com as mesmas placas usadas na encomenda espúria. A atuação do Banco Angola e Metrópole parece animar a economia portuguesa, mas a descoberta da fraude representou um grande choque. O Banco de Portugal decidiu retirar de circulação a totalidade das cédulas desta emissão, incluindo as que já existiam antes da fraude, substituindo-as por outras. Como as emissões do Banco de Portugal feitas anteriormente ao golpe não tinham a autorização formal do Parlamento<sup>75</sup>, Alves Reis transformou seu julgamento num desconfortável questionamento da caótica ordem monetária portuguesa, a partir de temas muito amplos e que tinham ressonância em muitas partes. O Banco de Portugal, que era privado, emitia cédulas de curso forçado fora de seu contrato, sem registro e em desacordo com a paridade oficial<sup>76</sup>, e assim Alves Reis foi bem sucedido ao trazer o Banco de Portugal para o banco dos réus, pois afinal, todos estavam “irregulares”, e sobretudo ao defender seu empreendimento a partir de um discurso com claras tonalidades keynesianas ou desenvolvimentistas.

Depois de um julgamento que paralisou o país, e que terminou com a prisão de Alves Reis e seus comparsas, o Banco de Portugal processou Waterlow & Sons em Londres, por quebra de contrato e negligência, demandando perdas e danos decorrentes do episódio. O

---

<sup>72</sup> Mann, 1992, p. 29.

<sup>73</sup> Nussbaum, 1950, p. 84.

<sup>74</sup> Para uma narrativa detalhada do evento ver Bloom, 2008.

<sup>75</sup> Pois se faziam através do que se chamava de “portarias surdas” do ministro da Fazenda, ou seja, portarias não publicadas pela Imprensa Oficial.

<sup>76</sup> Banco de Portugal também não tinha matrícula do Registro Comercial de Lisboa, e tampouco tinha registrado qualquer emissão de suas notas como determinava o Código Comercial de 1914.

assunto foi ter à Câmara dos Lordes, em última instância, e as posições eram claras: Waterlow propunha indenizar o Banco de Portugal pelo custo de produção das cédulas, exatas £ 6.541, mas o Banco do Portugal queria receber o valor de troca das cédulas, ou seja, o valor integral da senhoriagem, aferido em £ 1.092.281 deduzido o que foi recuperado com a liquidação do Banco de Angola e Metrópole. O caso tinha inúmeras nuances encantadoras e múltiplas interpretações e afinal se tornou um clássico, não apenas pelo deslinde dos segredos da senhoriagem, mas pela contrariedade em se tratar abertamente do assunto<sup>77</sup>. Afinal, o resultado favoreceu Portugal pelo placar de 3 a 2, pelo valor integral demandado, “permitindo a conclusão geral que em face de sua natureza intrínseca a moeda representa e naturalmente possui poder de compra”<sup>78</sup>, a despeito da ausência de compromissos do Estado com relação a isso.

A senhoriagem era uma novidade absolutamente central na nova ordem monetária, pois representava, potencialmente, uma revolução completa no terreno das finanças públicas, de consequências imprevisíveis. Os partidários da moeda sadia e do retorno ao padrão ouro mantinham-se vigilantes, mas os ventos keynesianos e a aproximação da guerra enfraqueciam os incentivos para um tratamento restritivo do assunto. O compromisso dos bancos centrais com a estabilidade e sua independência com relação aos tesouros nacionais foram eventos de uma outra época, quando a inflação já se mostrava ameaçadora. Em países como o Brasil, como adiante veremos, percebia-se que a senhoriagem podia ser uma valiosa fonte de recursos, ainda que pecaminosos, para o desenvolvimento, e assim, o nascimento do banco central viu-se tragado por essas ansiedades. Muitos anos se passaram até que o tema da senhoriagem merecesse um tratamento mais sistemático e organizado, o que apenas se observa quando se organizou um acordo em torno da criação do BCB pela Lei 4.595/64, que determinou simplesmente que os resultados do BCB fossem “incorporados ao seu patrimônio” (Art. 8, § único). É claro que esta não era a única forma de o BCB executar funções relacionadas às finanças públicas, como veremos em detalhe no Capítulo 5, mas se, por um lado, o BCB foi se afastando de funções de fomento e se separando do Banco do Brasil, por outro, o Decreto-Lei 2.376/87 estabeleceu que (grifos meus) “os resultados obtidos pelo BCB, consideradas as receitas e despesas de todas as suas operações, serão, a

---

<sup>77</sup> Para uma análise da documentação e dos resultados do julgamento ver Kisch, 1932 e também Nussbaum, 1950, p. 84 *passim*.

<sup>78</sup> Mann, 1992, p. 30. Nussbaum discordou da decisão alegando que como o Banco de Portugal somente poderia emitir notas, e auferir senhoriagem, no desconto de duplicatas comerciais, o efetivo ganho de senhoriagem era bem menor pois haveria de considerar a formação e manutenção, inclusive com perdas, de uma carteira comercial da mesma dimensão da emissão retirada. O Banco de Portugal não teria conseguido tal desempenho, segundo Nussbaum, sendo certo, todavia, que sofreu danos pela fraude, mas não no potencial integral da emissão. Cf. Nussbaum, 1950, pp. 86-87.

partir de 1 de janeiro de 1988, apurados pelo regime de competência e *transferidos para o Tesouro Nacional*, após compensados eventuais prejuízos de exercícios anteriores.” Logo adiante a Lei 7.862/89 determinou que os resultados transferidos fossem utilizados para a amortização da dívida pública, “prioritariamente” a que estivesse em poder do BCB, e bem mais recentemente, já no contexto das chamadas “pedaladas”, a MP 435/08, convertida na Lei 11.803/08, subverteu a mecânica de esterilização do resultado, e conseqüentemente da senhoriagem, ao criar um sistema pelo qual o resultado do BCB e separadamente o “resultado financeiro das operações com reservas cambiais”, se positivo, fosse transferido ao Tesouro via crédito da conta única e, se negativo, pago em títulos, com isso criando um mecanismo cujos efeitos, no decorrer do tempo, eram os de induzir o BCB adquirir títulos do Tesouro<sup>79</sup>. Voltaremos a esta difícil situação adiante ao tratar de desafios para o futuro.

Resta considerar, para encerrar este capítulo, que ainda estamos diante do problema conceitual representado pelo fato de que a conta “Meio Circulante” no balanço do BCB faz parte do passivo não exigível e, mesmo assim, é considerado parte integrante da dívida pública, o que não faz sentido algum. Passados 80 anos de 1933, sabemos que a moeda não é dívida do Estado, pois não está sujeita a resgate ou conversibilidade, senão no sentido vago em que Georg Simmel afirma que o dinheiro é “uma obrigação contra a sociedade”<sup>80</sup>. Uma vez que já são bem conhecidos os problemas e as tentações associadas à senhoriagem, cujas receitas deveriam ser melhor conhecidas e publicadas, será que não estaria na hora de reconsiderar o modo como tratamos a conta “meio circulante”, e assim sendo, assumir um entendimento mais maduro sobre a natureza da moeda fiduciária na sociedade moderna?

A experiência do segundo semestre de 1994 com o fenômeno da “remonetização” decorrente da estabilização é bem ilustrativa e reveladora. Na posição de 30 de junho de 1994, último dia de vida do cruzeiro real, o saldo da conta “Meio Circulante” era de R\$ 2,3 bilhões. Na posição de 31 de dezembro de 1994, seis meses depois, o saldo mais que quadruplicou para R\$ 10,0 bilhões. A estabilização elevou a demanda por moeda brutalmente (o que é o mesmo que dizer que houve uma brutal redução na “velocidade de circulação” da moeda) e assim um volume muito elevado de títulos de emissão do BCB foi resgatado em troca de papel moeda. É nada menos que exótico tratar o fenômeno como uma *elevação* da dívida pública, quando se trata do exato oposto. O processo prosseguiu nos anos seguintes, quando as tecnologias de pagamento se tornaram claramente “mais intensivas” em papel

---

<sup>79</sup> A constitucionalidade deste mecanismo é muito duvidosa, para dizer o mínimo, conforme estabelecido por D’Ávila Carvalho Jr., 2011 e explicado em Gustavo H. B. Franco “O jogo do papagaio” O Globo e O Estado de São Paulo 27/12/2015.

<sup>80</sup> Simmel, 1900, p. 177. [conferir]

moeda: em moeda de dezembro de 2013, o saldo da conta “Meio Circulante” passou de R\$ 37,5 bilhões em dezembro de 1994<sup>81</sup> para R\$ 204,0 bilhões em dezembro de 2013. Do ponto de vista patrimonial, era como se tivesse havido uma venda de “ações” do BCB, ou seja, a troca de passivos exigíveis por outro de natureza não onerosa: o “Meio Circulante” se elevou em troca de dívidas que pagavam juros.

Á luz dessa experiência, pareceria fazer sentido que o Meio Circulante fosse tratado como conta patrimonial e própria de um banco central e que sua variação (o exercício do poder de emissão), em contrapartida à redução de passivos onerosos, fosse tratada da mesma forma que um aumento de capital, sobretudo em se tratando de instituição que detém o monopólio de emissão desses papéis singulares, com curso forçado pelo valor de face. Não seria nenhum despropósito tratar as cédulas representativas do “Meio Circulante” como se tivessem a natureza de ações preferenciais (sem direito a voto) do BCB, ao portador e em pequenas denominações, nada diferente das ações de uma empresa a não ser pela obrigatoriedade de aceitação ao valor nominal, ou seja, com colocação compulsória no momento da “oferta pública”, e dispensa da obrigatoriedade de transação em recinto de bolsa. Nada mais próximo, ao fim das contas, da tese de Georg Simmel, segundo a qual “a moeda é uma obrigação contra a sociedade”, sendo interessante observar que se incluíssemos o Meio Circulante no patrimônio líquido do BCB, o valor deste saltaria de R\$ 24,7 bilhões para R\$ 222,7 bilhões, do que resultaria um índice de Basileia de 8,5, o que estaria perfeitamente dentro da norma para um banco comum. Coincidência? Uma nova métrica de avaliação da adequação da emissão de moeda às necessidades da economia?

O fato é que sobressai desta discussão que mesmo a contabilidade do BCB não completou integralmente a transição para o advento da moeda fiduciária ocorrido em 1933. A revolução aí iniciada ainda aguarda um reconhecimento mais desinibido da nova realidade e de suas singularidades ou, por outra, o pacto fáustico iniciado em 1933 ainda não teve seus termos precisamente acordados.

---

<sup>81</sup> R\$ 10,0 bilhões multiplicado pela razão entre o valor do IPCA para dezembro de 2013 e o valor para dezembro de 1994.