

## **A moeda indexada: uma proposta para eliminar a inflação inercial**

ANDRÉ LARA RESENDE\*

A evidência do alto grau de rigidez da inflação tem separado os analistas em dois campos. Primeiro, os que podem ser classificados como ortodoxos monetaristas e argumentam que a inflação não cede porque não há suficiente rigor monetário e fiscal. A terapia no caso seria aplicar um violento e implacável corte nas despesas do setor público, com estancamento simultâneo de toda a expansão da moeda e do crédito. Segundo, os que apontam a indexação como causa da resistência da inflação e propõem alguma forma de desindexação como o melhor caminho para obter resultados mais expressivos.

Sem maiores considerações sobre suas bases conceituais, descarto o choque ortodoxo, por ser opção de custos insuportáveis e politicamente inviável quando o país ameaça emergir de três anos de duríssima recessão.

As propostas de desindexação merecem breve análise. Àquelas que defendem a mera eliminação dos mecanismos legais de indexação, como a correção monetária, a lei salarial e a lei do inquilinato, escapa a essência do problema: nos atuais níveis de inflação, a indexação permanecerá mesmo que venham a ser suprimidos os mecanismos institucionais existentes. A alta taxa de inflação exige a indexação e a indexação impede a redução da inflação. A supressão dos mecanismos legais obrigaria os agentes econômicos a encontrar formas alternativas de indexação. Na transição, seriam muito altos os riscos de desorganização da atividade econômica e movimentos especulativos poderiam acelerar dramaticamente a inflação. Pelo mesmo motivo também estão fadadas ao fracasso as propostas que vinculam à inflação futura, e não à inflação passada, os reajustes dos parâmetros de indexação legal, como salários, aluguéis e correção monetária.

A indexação decorre de uma regra de comportamento extremamente rígida na presença de altas taxas de inflação: os agentes econômicos buscam apenas recompor o pico prévio de renda real. Ao fixar preços, as considerações de condições de demanda tornam-se irrelevantes e a noção de preços relativos perde-se na velocidade de aumento do índice geral de preços. Os agentes limitam-se a observar a inflação acumulada desde o último reajuste e revisam seus preços proporcionalmente. Com exceção dos preços com periodicidade fixada por lei, como os salários, o período entre reajustes reduz-se à medida que a expectativa da inflação se acelera. É possível demonstrar que esta regra de comportamento é compatível com a racionalidade, no sentido econômico do termo. Não será possível quebrá-la pela eliminação, nem pela vinculação dos parâmetros legais de indexação a qualquer índice que não o da inflação passada. Tanto na primeira como na segunda hipótese, os agentes continuarão indexando pela inflação passada, a menos que sejam legalmente impedidos de fazê-lo. Eis por que o controle de preços é o passo lógico seguinte obrigatório para aqueles que querem desindexar e compreendem que a armadilha da inflação com indexação independe da existência de mecanismos legais.

A desindexação com controle, ou com congelamento de preços, esbarra em dificuldades intransponíveis. Como congelar preços numa economia onde a cada momento alguns preços estão à véspera

\* Da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro – PUC/RJ.

de ser reajustados, portanto muito baixos, e outros acabaram de ser reajustados, portanto muito altos? A cada ponto no tempo a estrutura de preços relativos está distorcida pela assincronia dos reajustes. A sua cristalização provocará ganhos e perdas de renda real insustentáveis. A estes problemas, somam-se as formidáveis dificuldades de implementação de todo programa baseado em controles administrativos. O possível apelo intelectual da proposta de desindexação com o congelamento não a exclui da categoria do choque ortodoxo: trata-se de proposta altamente desestabilizadora e politicamente inviável, apesar da sedução popular ou demagógica que o controle de preços possa eventualmente exercer.

Se tanto o choque ortodoxo quanto o choque heterodoxo são inaceitáveis, à primeira vista não há alternativa, senão a resignação, diante da rigidez inflacionária. A aceitação da atual política ortodoxa gradualista implica, na melhor das hipóteses, um longo e penoso período adicional de políticas restritivas para obter pequenos ganhos no fronte de combate à inflação. A hipótese de perturbações desestabilizadoras, ainda que provocadas por simples movimentos especulativos, não pode ser descartada. A assimetria dos altos processos inflacionários é radical: a volatilidade da taxa de inflação para cima é proporcional à sua rigidez para baixo. Qualquer perturbação, ou perda de confiança, pode pôr a perder todo o pequeno ganho acumulado ao longo de um penoso período de austeridade. A insistência na estratégia atual não é, portanto, alternativa confortável.

A proposta alternativa que desenvolvo para escapar a este dilema baseia-se nas seguintes premissas:

- i) Os fatores primários da inflação, a saber, o déficit operacional do setor público e a política monetária, estão sob controle. Não há pressão exagerada de demanda e não há mais necessidade de promover importantes reajustes de preços relativos, como desvalorizações reais de câmbio, eliminação dos subsídios de preços básicos e dos subsídios de serviços públicos. Não está havendo pressão de preços agrícolas, que este ano crescem abaixo dos preços industriais. Adicionalmente, através do extraordinário sucesso no balanço comercial, o país readquiriu condições mínimas de reservas para evitar gargalos nas importações.
- ii) A inflação é agora essencialmente inercial, isto é, os preços sobem hoje porque subiram ontem, de acordo com o mecanismo perverso de catraca da economia indexada.

Não discutirei aqui a validade absoluta destas premissas. É possível argumentar que o déficit operacional do setor público não foi totalmente eliminado, mas só parcialmente encoberto por truques contábeis. Pode-se também sustentar que a política monetária não foi tão rigorosa e que a ameaça do estrangulamento externo não desaparecerá sem um equacionamento mais abrangente da crise da dívida. O que importa, contudo, aceitar é o fato de que uma parte substancial da inflação é devida ao componente inércia. Para dizê-lo de outra forma: se fosse possível suprimir a memória inflacionária, as atuais condições objetivas da economia manteriam os preços muito próximos da estabilidade.

Aceitas tais premissas, passo aos pontos básicos da proposta:

1. Introdz-se a partir de uma data determinada uma nova moeda indexada, que chamaremos, à falta de melhor nome, de Novo Cruzeiro (NC). O NC teria paridade fixa com relação à ORTN, ou seja, um NC por ORTN no primeiro dia do mês. A taxa de conversão entre o NC e o cruzeiro seria atualizada diariamente de acordo com a variação *pro-rata-dia* da ORTN no mês. Para evitar que fosse necessário estimar a inflação do mês, a variação da ORTN e, portanto, o valor do NC se baseariam na inflação do mês imediatamente anterior. A cada final de mês seriam, portanto, anunciados os valores diários de conversão entre o NC e o cruzeiro para o mês seguinte, com base na inflação do mês anterior.

2. A correção monetária e a desvalorização do cruzeiro em relação ao dólar a cada mês têm sido exatamente iguais. Caso esta regra fosse mantida, a taxa de câmbio entre o NC e o dólar também ficaria fixa. Embora esta não seja uma condição necessária para o êxito da proposta, o aspecto psicológico da nova moeda em relação ao dólar é extremamente favorável.

3. A partir da data de início do programa e de introdução da nova moeda, seria possível converter cruzeiros em NC à taxa do dia, em qualquer agência bancária e outros postos de conversão em todo o país. A possibilidade de converter sem limitações o cruzeiro em NC é crucial para evitar o aumento da velocidade de circulação do cruzeiro, o que aceleraria a inflação medida na velha moeda.

4. Todo depósito à vista no sistema bancário seria contabilizado em NC e, portanto, defendido da desvalorização do cruzeiro.

5. Todas as transações no sistema financeiro passariam a ser contabilizadas em NC. O Banco Central passaria a estipular a taxa de financiamento "overnight" em títulos públicos em termos de NC, ou seja, uma taxa sobre a correção monetária ou a desvalorização diária do cruzeiro. Os depósitos de poupança, os depósitos a prazo, os empréstimos e todas as demais transações seriam contabilizadas em NC.

6. Os contratos celebrados até a data de início do programa, com base na ORTN, poderiam ser transformados em contratos com base no NC, mas sem obrigatoriedade. Os contratos celebrados com base em taxas prefixadas em cruzeiros continuariam a valer normalmente. O Banco Central se encarregaria de continuar cotando o cruzeiro para compra (e para venda, se alguém eventualmente se interessasse).

7. Os preços administrados pelo governo seriam todos imediatamente fixados em NC. A conversão se faria com base no preço real médio em cruzeiros vigente no período entre os reajustes.

8. A partir do primeiro mês já se passaria a fazer o acompanhamento do nível geral de preços em NC, sem suspender o acompanhamento do índice em cruzeiro. Observe-se que por definição (desconsiderando-se a defasagem a ser introduzida de um mês entre a inflação e a correção monetária) a inflação em NC seria nula. A superioridade do NC como unidade de conta seria tal que os preços passariam rapidamente a ser cotados em NC. À medida que maior número de preços fossem cotados em NC, a noção do índice geral de preços em cruzeiro começaria a perder sentido. Nesse momento, que vai depender do comportamento do público, mas que as experiências históricas de bem-sucedidas reformas monetárias indicaram que não deverá ser superior a três meses, deixar-se-ia de acompanhar o IGP em cruzeiros. O Banco Central fixaria a taxa de conversão do cruzeiro por NC daí para a frente com base na inflação média observada em cruzeiro nos últimos seis meses. Se esta inflação fosse, por exemplo, 10% ao mês, o cruzeiro se desvalorizaria 10% ao mês em relação ao NC a partir daí *ad infinitum*. Estaria assim mantido o imposto sobre o estoque de cruzeiros estimulando sua conversão. Com o tempo, todo o estoque de cruzeiros seria convertido em NC e o valor real do resíduo tenderia rapidamente a ser nulo.

9. A política salarial de reajustes semestrais para salários com valores contratados em cruzeiro se manteria, mas seria facultativo, mediante uma fórmula de conversão, optar por um contrato de trabalho com o salário fixo em NC. A fórmula de conversão calcularia o salário real médio nos últimos seis meses em cruzeiro e o transformaria em NC pela taxa de conversão do dia. Não haveria, portanto, perda nem ganho em termos de salário médio, ao adotar-se a fórmula de transformação. As categorias que optassem por continuar com contratos salariais fixados em cruzeiros com reajustes semestrais poderiam fazê-lo. Basta que a depreciação da taxa de conversão do cruzeiro, em relação ao NC fixado para o futuro pelo Banco Central, não seja inferior à inflação média dos últimos seis meses para que haja vantagem em optar pela conversão.

A essência da proposta é, portanto, a introdução de uma nova moeda que circularia paralelamente ao cruzeiro. Tal moeda estaria defendida do imposto inflacionário pela sua cotação estável em relação à ORTN e, ao menos numa primeira fase, também em relação ao dólar. A circulação paralela é fundamental para que se imponha a credibilidade da nova moeda. O público poderá observar que o NC se valoriza em relação ao cruzeiro dia a dia e que o nível geral de preços será, por definição, estável em NC, pelo menos na fase inicial que terá duração de três a seis meses.

A nova moeda será um ativo em alta demanda. Por estar defendida do imposto inflacionário, haverá uma rápida e violenta redução da velocidade de circulação, isto é, a relação produto nominal sobre a nova base monetária, após a fase inicial do programa, será muito inferior à relação entre produto nominal e a velha base monetária antes do início do programa. Estará criado assim novo espaço para o financiamento do setor público a juros reais zero. De fato, a demanda por um ativo monetário protegido da inflação hoje em curso será de tal ordem que o Banco Central poderá restringir-se apenas a trocar o estoque da moeda velha por estoque equivalente em valor da moeda nova.

O custo relativo de reter moeda em relação às aplicações financeiras de curto prazo, principalmente dos ativos financeiros que são substitutos muito próximos da moeda, como as aplicações "overnight", será substancialmente reduzido. Em decorrência, cairá sensivelmente a demanda por tais ativos e aumentará a demanda por moeda (depósitos à vista mais papel-moeda indexados). Através de operações de dívida pública via mercado aberto, haverá necessidade de injetar a nova moeda para evitar crises de liquidez no mercado financeiro.

Adicionalmente, será necessário reduzir o compulsório dos bancos sobre seus depósitos à vista, para compensá-los da perda do imposto inflacionário que eles hoje coletam sobre estes depósitos. É justamente o ganho inflacionário sobre depósitos a custo zero que permite aos bancos comerciais sustentar hoje uma onerosa estrutura de serviços prestados ao público em geral. Pelo menos transitoriamente, até que os bancos se adaptem às novas condições, será preciso reduzir as aplicações deficitárias compulsórias sobre os depósitos à vista a que hoje está submetido o sistema bancário.

A introdução de uma moeda confiável foi elemento central na formulação dos programas que lograram pôr fim às hiperinflações européias no início da década de 20. As medidas objetivas tomadas para tornar a nova moeda confiável foram distintas nos diferentes países. Uma nova moeda foi, entretanto, introduzida sempre em conjunto com medidas de reordenação fiscal e vinculada a algum lastro. No caso mais dramático, o da Alemanha, em outubro de 1923 a nova moeda, o Retenmark, introdu-

zida com valor equivalente a um trilhão de marcos antigos, foi anunciada como lastreada num empréstimo interno que se baseou nos ativos reais do país, terras e demais propriedades, e com um limite máximo de emissão previamente fixado. Nada em termos objetivos garantia, contudo, *a priori* que o governo iria respeitar tais limites.

A verdadeira razão pela qual a nova moeda foi aceita foi uma só: a economia precisava de moeda confiável e o marco era incapaz de cumprir as funções de reserva de valor e unidade de conta até mesmo por períodos de horas. Conseqüentemente, tinha sido também completamente rejeitado como meio de troca. Nos últimos estágios da hiperinflação alemã, a falta de moeda confiável era tal que pôs em circulação moedas estrangeiras. As empresas começaram a emitir suas próprias moedas, cujos valores eram vinculados a moedas estrangeiras ou bens reais, para pagar salários. Ao analisar o fenômeno, comenta W. A. Lewis:

“A velha moeda foi simplesmente rejeitada. É isto que explica como a estabilização se tornou possível. Os preços não se estabilizaram através da retirada de moeda de circulação, mas, ao contrário, mais moeda foi posta em circulação. Era, porém, uma moeda que as pessoas estavam dispostas a aceitar e pela qual havia, portanto, grande demanda.” (*Economic Survey 1919-1939*; University Books, 1970.)

O aspecto notável do fim das hiperinflações é a forma súbita como foram estancadas. Em “The Ends of Four Big Inflation”, trabalho apresentado em seminário na Fundação Getúlio Vargas em dezembro de 1980, T. J. Sargent apresenta as evidências e faz um bom resumo do ocorrido nos casos da Áustria, da Hungria, da Polônia e da Alemanha nos anos vinte. No espaço de um mês, o processo inflacionário foi estancado em cada um desses casos. Embora medidas objetivas tenham sempre sido tomadas para corrigir os desequilíbrios orçamentários dos governos, como redução de gastos, demissão de pessoal e aumento da carga tributária efetiva, o espaço criado pelo aumento da demanda, pela nova moeda, foi sempre, em todos os casos de estabilização, fator decisivo no reequilíbrio orçamentário. Na análise citada, W. A. Lewis afirma:

“Uma vez que as pessoas passavam a acreditar que a violenta emissão de papel-moeda iria cessar, acreditou-se que os preços não iriam mais subir e, portanto, passou-se a querer reter moeda. O governo foi assim capaz de emitir moeda, usando-a para cobrir mais obrigações e sabendo que ela seria imediatamente aceita e retida.”

A experiência histórica mostra que, em todos os casos, houve substancial aumento da quantidade real de moeda em circulação (depósitos à vista mais papel-moeda em poder do público) nos meses que se seguiram à reforma monetária e à estabilização dos preços. O estoque real de moeda multiplicou-se por fatores que variaram de três a seis no caso das economias européias do início do século. A violenta queda na velocidade de circulação da moeda faz com que o estancamento do processo inflacionário ocorra com aumento do passivo monetário do Banco Central e não com redução.

A essência dos processos de inflação é a perda de credibilidade da moeda. Aceitas as premissas anteriormente expostas, a inflação no Brasil poderia ser detida a curtíssimo prazo, caso o governo seja capaz de pôr em circulação uma nova moeda em que o público confie como reserva de valor e unidade de conta. Para lançar a nova moeda, não é necessário esperar o pique de situações extremas de hiperinflação, como as da década de vinte na Europa. Apesar de algumas experiências desastrosas com o seu valor em relação ao cruzeiro, especialmente em 1980, quando a correção monetária foi prefixada em nível muito inferior à inflação, a ORTN tem hoje credibilidade como reserva de valor e a cada dia mais transforma-se na unidade de conta da economia brasileira. Isto facilita e até sugere a criação de nova moeda com valor fixo em relação à ORTN.

A moeda indexada diariamente equivale à indexação total e instantânea da economia. Com isto não tem sentido o cruzeiro e a inflação medida em cruzeiros e desaparecem, portanto, os problemas de indexação e de inércia inflacionária. Desaparecem também falsos problemas, como a tentativa de eliminar o Déficit Nominal ou a Necessidade de Financiamento do Setor Público (o *Public Sector Borrowing Requirement*, na nomenclatura do FMI).

Em NC o Déficit Nominal coincidiria com o déficit operacional. Supondo-se que este esteja de fato eliminado, igualmente eliminado estará o déficit nominal que tanto preocupa o Fundo Monetário Internacional. O falso problema do giro da dívida pública ficará automaticamente resolvido. Medido em NC, o crescimento da dívida pública nos últimos anos é apenas moderado. A demanda por NC permitirá, ou até mesmo obrigará, o resgate de parte importante da dívida pública, o que satisfaz a exigência dos que consideram exagerado o tamanho relativo atual dessa dívida. A confusão entre valores reais, ou em moeda constante, e valores nominais, que confunde até os técnicos do FMI, deixará de existir.

A grande vantagem do programa de reforma monetária, com introdução da moeda indexada, é que, ao contrário do choque ortodoxo, ou da insistência no gradualismo monetarista, não se reduz a liquidez na economia, não se aumenta assim a taxa de juros, nem se inviabiliza o investimento público. Tampouco se asfixia a iniciativa privada na vã tentativa de gerar um superávit fiscal operacional de tal ordem que seja possível conter o déficit nominal. Ao contrário, concomitantemente com o estancamento da inflação, verifica-se o aumento de liquidez real e abre-se espaço para financiamento do setor público. Tal espaço pode ser utilizado para reverter o brutal aumento da carga fiscal sobre o setor privado dos últimos anos, para ajudar a equacionar problemas como o do Sistema Financeiro da Habitação, ou para outras questões julgadas prioritárias. A experiência histórica demonstra que, logo após a reforma monetária, há crescimento do produto e do emprego, sem que sobrevenha a recessão que acompanha o choque ou o gradualismo monetarista. Com respeito à experiência alemã, veja-se F. D. Graham, *Exchange, Prices and Production in Hyperinflation*"; Germany 1920-23, M. Y. Russel and Russel, 1930.

Com relação à desindexação com controle de preços – o chamado choque heterodoxo – o programa de reforma monetária aqui proposto tem a vantagem de não ser compulsório, não depender de controles administrativos e manter funcionando o mercado. Trata-se tão-só da introdução de um ativo monetário superior à moeda contaminada pelo descrédito que decorre de longo período de inflação. Estanca-se assim a fuga da moeda contaminada, que no Brasil já reduziu o estoque real de moeda (M1 = depósitos à vista mais papel-moeda) e apenas 3% do produto nominal. Há dez anos, o estoque era superior a 15% do produto nominal.

Cumpra apenas tomar cuidado quanto à fórmula de conversão – para a nova medida – dos salários e dos preços públicos reajustados em intervalos mais longos. É absolutamente necessário que tal conversão seja apenas permitida ao preço real médio vigente no período entre os reajustes. Evita-se com isto que a conversão se faça pelos picos. Caso contrário, a incompatibilidade distributiva, criada pelo aumento de renda real desses agentes, reintroduziria a pressão inflacionária.

A proposta pode ser tachada de ousada, mas sua implementação é simples e não implica risco. De fato, na hipótese improvável de que o NC não venha a merecer a confiança do público, a inflação continuará onde está. A mudança de moeda corresponderia assim apenas ao corte de alguns zeros, o que, diga-se de passagem, será em breve um imperativo incontornável com a inflação no seu curso atual.