

TEXTO PARA DISCUSSÃO

Nº 78

A Mágica do Novo Cruzeiro e a
Geração da Nova Inflação

Eduardo Marco Modiano
Dionísio Dias Carneiro



PUC-Rio – Departamento de Economia
www.econ.puc-rio.br

Junho de 1984

Como quebrar a rigidez inflacionária? As discussões em torno desta importante questão beneficiaram-se recentemente com a proposta de André Lara Resende (1984), que defende a criação e a circulação paralela, durante um certo período de tempo, de uma nova moeda NC (novo-cruzeiro) com paridade fixa com relação à ORTN. Segundo o colega, a credibilidade da nova moeda seria imbatível, uma vez 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”. Assim, a estabilidade adquirida contribuiria para aumentar a credibilidade do NC e estimularia a conversão (não compulsória) para a nova moeda. Interrompida a circulação do velho cruzeiro, a inflação desapareceria como num passe de mágica. No dia R (de redenção) desapareceriam naturalmente os mecanismos de indexação (correções monetárias, cambial, salarial etc.) que, sabidamente, são fatores da rigidez inflacionária. Na nova moeda, com inflação nula ou desprezível, não seriam necessários mecanismos de indexação. A desindexação, defendida pelas mais diversas correntes de economistas, seria obtida através da indexação “total e instantânea da economia”.

Não há dúvidas de que a proposta é engenhosa. Eminentes homens públicos têm, implícita ou explicitamente demonstrado simpatia pela ideia da “nova moeda”. No entanto, dúvidas têm surgido sobre a garantia de estabilidade da nova moeda. Francisco Lopes (1984a), que havia proposto um choque “heterodoxo”, que permitiria a desindexação através do controle generalizado de preços, observou recentemente que há risco sério de “contaminação da nova moeda pela inflação da moeda velha”. Propôs uma solução conciliatória que consiste de reforma monetária do tipo “moeda-nova-com-controle-de-preços”. As possibilidades de contaminação da nova moeda e as necessidades dos controles de preços, as quais reconhecemos e subscrevemos, permanecem, entretanto, algo obscuras.

O que pretendemos mostrar aqui é que o pleno controle da *inflação* (no sentido da estabilização da taxa) é imprescindível para que se possa atingir o dia R com inflação praticamente nula na nova moeda. A proposta de reforma monetária, tal como advogada por Lara Resende, carece assim das vantagens que lhe conferem mais em canto: a simplicidade e o caráter não impositivo.

O que provocaria a inflação na nova moeda? No exercício numérico a seguir mostraremos que a elevação não antecipada de um preço acima da taxa corrente de correção da nova moeda (não compensada por alguma queda de preços na nova moeda) ter ia o efeito de provocar a desvalorização da nova moeda. É exatamente devido à dificuldade de estimar precisamente a inflação corrente que Lara Resende propõe que “a variação da ORTN e, portanto, o valor do NC (novo cruzeiro) se baseariam na inflação do mês imediatamente anterior”. Torna-se, então, óbvio que no mês corrente a elevação dos preços em moeda antiga só será corretamente antecipada se coincidir exatamente com a taxa de inflação observada no mês imediatamente anterior. Para aqueles que acreditam que a redução do período entre observações da taxa de inflação de um mês para uma semana, ou para um dia, resolveria o problema, vale lembrar que a inflação atingiu, em novembro de 1923 na Alemanha,

a média de 17% ao dia.

Suponhamos que a economia parta de uma taxa de inflação de 10% por período. O preço da cesta de bens da economia (índice Geral de Preços – IGP) é fixado inicialmente ao nível arbitrário de Cr\$ 1,00 ao se introduzir a nova moeda, no valor também de Cr\$ 1,00 (ou seja, Cr\$ 1 = NC 1). O preço da cesta em NC, que de nominaremos de índice Geral de Inflação – IGI é, portanto, também de NC 1,00.

Observa-se então no final do período 1 a recorrência da inflação inercial de 10% dos preços em cruzeiros. Segundo a proposta de Lara Resende as autoridades pré-fixariam para o período 2, o valor do NC em Cr\$ 1,10 conforme demonstra o Quadro 1 a seguir. Suponhamos ainda que a inflação resista neste patamar por mais um período. Assim, no final do período 2, o IGP atingiria 1,1 e o preço da cesta em NC, que se obteria dividindo o preço em cruzeiros pelo valor do novo-cruzeiro permaneceria inalterado em NC 1,00. Não houve variação no IGI e a taxa de inflação em NC é nula.

Para o período 3, o governo corrige novamente o valor do NC pela inflação passada para Cr\$ 1,21. Suponhamos agora que, por algum infortúnio, o preço, da cesta em cruzeiros, o IGP, sofra neste período um aumento de 20% atingindo no final do período Cr\$ 1,32. Como o valor do NC é mantido constante no período 3 em Cr\$ 1,21, observa-se no final do mesmo período que a cesta, valorizou-se também em novos-cruzeiros atingindo NC 1,091. Comparando-se no Quadro 1 os IGI dos períodos 2 e 3 conclui-se que houve uma inflação em NC de 9,1% no período, que se aproxima (e não por mera coincidência) da aceleração da inflação na velha moeda entre os dois períodos, que passou de 10% para 20% ($1,2/1,1 = 1,091$).

Quadro 1

Evolução dos Preços e da Inflação (Sem Reposição dos Salários)

Período	Paridade do Novo-Cruzeiro (Cr\$/NC)	IGP Índice Geral de Preços em Cruzeiros	Variação do IGP Taxa de Inflação em Cruzeiros (%)	IGI Índice Geral de Preços Em Novos-Cruzeiros	Variação do IGI Taxa de Inflação em Novos-cruzeiros (%)
1	1,000	1,000	10	1,000	0,0
2	1,100	1,100	10	1,000	0,0
3	1,210	1,320	20	1,091	9,1
4	1,452	1,584	20	1,091	0,0
•••	•••	•••	•••	•••	•••

Para que apareça a inflação na nova moeda basta que um bem, sofra um choque inflacionário em cruzeiros. Se a inflação em cruzeiros se estabiliza no período 4 no novo patamar de 20%, observado no final do período 3, a inflação em novos-cruzeiros no período 4 é novamente nula. Este

exercício numérico demonstra que a inflação em NC depende da *variação da inflação* em cruzeiros¹.

Surge, então, a questão de como evitar ou controlar a inflação na nova moeda *no período de transição*. A solução que se propõe imediatamente é limitar uma eventual elevação dos preços em cruzeiros da economia à valorização do novo-cruzeiro, ou seja à inflação passada. Objetiva-se assim a estabilidade das taxas de inflação em cruzeiros. Observe-se que *o controle dos níveis de preços na nova moeda é equivalente ao controle das taxas de inflação na antiga moeda*. Se, no exemplo numérico apresentado acima, a elevação do preço da cesta for limitada pela taxa de 10% observada no período anterior, desaparece a inflação em novos-cruzeiros. Note-se que o pleno controle de preços na nova moeda torna-se imperativo para assegurar a estabilidade e a consequente credibilidade da nova moeda. Elimina-se, assim, o caráter voluntário da conversão para a nova moeda sugerido por Lara Resende pois os efeitos de um controle rígido dos preços em NC seriam virtualmente idênticos à conversão compulsória.

O leitor mais desavisado poderia, no entanto, observando o quadro anterior de evolução dos preços e da inflação argumentar contra a instituição de controles, uma vez que a inflação em novos-cruzeiros desaparece no período 4. Não existindo persistência inflacionária na nova moeda, o surto inflacionário do período 3 representaria apenas um breve desvio. O fato é que, infelizmente, também em NC um aumento da inflação não se faz sem custos. Para ilustrar esta afirmativa suponha que os salários da economia estejam convertidos, com base nas médias semestrais conforme proposto por Lara Resende, no final do período 1. O salário médio da economia vale, por hipótese, NC 1,00 ou Cr\$ 1,10 no início do período 2. O poder de compra do salário é no decorrer do período 2 uma cesta de bens, que vale também NC 1,00. No final do período 3, porém, um salário de NC 1,00 ou Cr\$ 1,21 adquiriria apenas 92% (1,21/1,32) da cesta que consumia anteriormente, cujo valor unitário elevou-se para NC 1,091 ou Cr\$ 1,320. Para o período 4, verifica-se que esta situação se mantém, apesar da estabilidade de preços em NC, conforme demonstra o mesmo quadro. O aumento da taxa de inflação na velha moeda provocou uma perda permanente de poder de compra dos salários que já estivessem sujeitos à nova regra, de 8 a 9% para o trabalhador.

Este resultado evidencia que é ilusória a proteção das remunerações reais neste sistema exclusivamente pela conversão das mesmas à nova moeda. Obviamente, isto só pode ser garantido pela estabilidade dos preços na nova moeda (ou, equivalentemente da inflação na velha moeda). Se o controle de preços for restrito apenas aos bens ou ativos já convertidos para a nova moeda, as possibilidades de perdas irreparáveis de remuneração em termos reais, tais como no caso dos salários

¹ Formalmente a taxa de inflação em novos-cruzeiros no período t é dada por $\Delta\hat{P}_t/(1 + \hat{P}_{t-1})$, onde $\hat{P}_t = (P_t/P_{t-1}) - 1$ denota a taxa de inflação em cruzeiros no período t , ou seja, a variação percentual do índice geral de preços em cruzeiros P entre os períodos $t - 1$ e t e $\Delta\hat{P}_t = \hat{P}_t - \hat{P}_{t-1}$ denota a variação das taxas de inflação em cruzeiros observadas nos períodos $t - 1$ e t . Para taxas de inflação pequenas ($\hat{P}_{t-1} \cong 0$) esta expressão pode ser aproximada por $\Delta\hat{P}_t$. Note-se que a taxa de inflação em novos-cruzeiros é nula se e somente se $\Delta\hat{P}_t = 0$, ou equivalentemente $\hat{P}_t = \hat{P}_{t-1}$.

no exemplo numérico, poderiam contribuir para retardar a conversão para o novo sistema. Observe-se que o argumento principal para incentivar a adesão voluntária ao novo sistema seria a aceleração da inflação, mas isso significaria perdas também para os já cooptados pelo sistema.

Finalmente, podemos analisar as possibilidades de indexação na nova moeda (o que Mário Henrique Simonsen denominou apropriadamente de “indexação ao quadrado”). Lopes (1984b) sugere que, para evitar a propagação para a nova moeda dos mecanismos explícitos de indexação do cruzeiro, durante um período de quinze meses seja “proibida a celebração de qualquer tipo de contrato com cláusula de indexação”. A proibição de contratos indexados durante a transição, conforme é argumentado adiante, parece inócua: se houver controle rígido de preços em NC (ou seja, estabilidade da inflação em cruzeiros), não há necessidade de proibição; se houver novos choques inflacionários, será difícil conter a demanda por indexação.

A questão que se coloca é como surgiria a indexação na nova moeda. Suponhamos que o governo tenha distraidamente implementado a reforma monetária proposta e seja surpreendido pela inflação em NC que aparece no período 3. Pressionado pelos trabalhadores que aderiram à reforma sob a promessa de manutenção do poder de compra médio dos salários dos seis meses anteriores, resolve atender à demanda por reposição. Esta reposição do poder de compra pode, inclusive, não ter um caráter voluntário se o governo estiver comprometido com os trabalhadores através de um “pacto social”. Assim o salário é fixado no início do período 4 em NC 1,091, ou seja, Cr\$ 1,584. No período 4, os empresários tenderão a proteger as margens de lucro (no exemplo, a relação preços/salários) obtidas no período anterior. Esta proteção poderá ser concretizada se os preços não estiverem sob controle. Conforme mostra o Quadro 2, o IGP atingiria neste caso Cr\$ 1,728 no final do período 4 e a inflação na moeda velha observada no período seria de 30,9% ($1,20 \times 1,091$). O preço da cesta de bens em novos cruzeiros corresponderia a aproximadamente NC 1,190 ($1,728/1,452$).

E a inflação em novos-cruzeiros seria novamente 9,1% no período ($1,190/1,091 - 1$) com o IGI atingindo a 1,190. Os assalariados perceberiam que o poder de compra no final do período 4 (Cr\$ 1,584/Cr\$ 1,728), corroído pela inflação em novos cruzeiros no final do período 3, não teria sido repostado e iniciariam um novo ciclo de demanda por reposição para o período 5. Como resultado estabelecer-se-ia na ausência de novos choques, uma inflação permanente ou inercial em novos-cruzeiros de 9,1% por período. Esta estabilidade da inflação em NC causará indubitavelmente uma hiperinflação (aceleração constante) dos preços na velha moeda. Observe-se ainda que, se comprometido com a classe trabalhadora, dificilmente o governo poderia evitar a reposição dos salários na mesma frequência em que são observados os índices de preços, que é, no caso brasileiro, mensal. Isto geraria, sem dúvida, um grau de indexação da economia ainda maior.

Quadro 2

Evolução dos Preços e da Inflação (com reposição dos salários no início do Período 4)

Período	Paridade do Novo-Cruzeiro (Cr\$/NC)	IGP Índice Geral de Preços em Cruzeiros	Variação do IGP Taxa de Inflação em Cruzeiros (%)	IGI Índice Geral de Preços em Novos-Cruzeiros	Variação do IGI Taxa de Inflação em Novos-Cruzeiros (%)
•••	•••	•••	•••	•••	•••
3	1,210	1,320	20	1,091	9,1
4	1,452	1,728	30,9	1,190	9,1
•••	•••	•••	•••	•••	•••

A inflação em NC, conforme já mencionamos poderia ser evitada com o controle da variação dos preços na velha moeda no período de transição. Neste caso, a inflação em NC seria praticamente nula e a proibição da indexação seria irrelevante pois não haveria demanda por indexação na nova moeda devido à estabilidade e credibilidade. No caso da inexistência do controle de preços na nova moeda ou da inflação na velha moeda, a proibição da indexação seria no mínimo discriminatória pois eliminaria a possibilidade de recomposição do poder de compra diluído por um surto inflacionário não-antecipado no período de transição. Por outro lado, a livre indexação na nova moeda poderia levar a uma situação semelhante à do exemplo numérico. A generalização dos mecanismos de indexação e a consequente aparição da inflação inercial em novos-cruzeiros sugeriria que a estabilidade dos preços só seria atingida agora com a introdução de uma moeda supernova, o NNC (novo-novo-cruzeiro), na medida em que se consiga manter estável a nova-inflação em novos-cruzeiros.

Com esta nota pretende-se mostrar que a reforma monetária proposta por Lara Resende só atingiria seus objetivos se complementada por um rígido controle da inflação em cruzeiros conforme já sugerido por Lopes (1984b) e Simonsen (1984). Nos moldes propostos por Lara Resende, a reforma monetária seria, no mínimo, arriscada. Paradoxalmente, conforme vimos, os riscos seriam eliminados com a estabilidade da inflação no decorrer do período de transição.

Com esta estabilidade a economia indexada permanece no equilíbrio inflacionário que se estabeleceu de forma a compatibilizar a distribuição de renda (não fossem as malogradas tentativas de desindexar a economia através das recentes mudanças na política salarial). Não deixa de ser atrativa uma reforma monetária que eliminasse dois zeros da taxa de inflação anual. Porém vale notar que a introdução do novo-cruzeiro cumpriria na economia indexada papel análogo ao que a instituição do cruzeiro-novo (que eliminou três zeros do cruzeiro-velho) em 1967 cumpriu na economia não-indexada. É sabido que enquanto numa economia não-indexada os conflitos distributivos são resolvidos através de elevações dos preços (inflação em cruzeiros), na economia indexada estes são resolvidos através de elevações das taxas de inflação (inflação em novos-cruzeiros). Então, assim

como o corte de três zeros nos preços não impediu em 1967 a inflação em cruzeiros-novos, o corte de dois zeros na taxa de inflação não impediria que, através de uma elevação da taxa de inflação em cruzeiros, se estabelecesse uma inflação em novos-cruzeiros.

Conforme demonstramos, é necessária extrema cautela com as regras a serem estabelecidas para o período de transição para uma nova moeda. Não existe inflação estável, *por definição*, seja em cruzeiros, em novos-cruzeiros ou em novos-novos-cruzeiros.

Em nossa opinião, o grande benefício da discussão foi ter chamado a atenção do grande público para a importância da estabilização da taxa de inflação como pré-requisito de qualquer reforma monetária. A proposta mais interessante para quebrar a rigidez inflacionária conteria, portanto, os principais ingredientes das propostas de Simonsen, Lopes e Lara Resende, ou seja, a sincronização dos reajustes, para evitar as distorções mais graves de preços relativos, concomitantemente com a utilização dos controles de preços para procurar a estabilização da inflação. Garantida a estabilização, a introdução da nova moeda e a proibição de indexação contratual, com raras exceções para contratos de longo prazo, poderiam ser instrumentos para uma estabilização duradoura dos preços.

Tememos discordar de Lara Resende quando este afirma que “na hipótese improvável de que o NC não venha a merecer a confiança do público, a inflação continuará onde está”. Em recente trabalho Modiano (1984) demonstrou que a aceleração inflacionária provocada por um choque depende do patamar inicial da inflação, da magnitude do choque e do grau de indexação da economia. Assim, o abandono da reforma monetária do período de transição em decorrência de algum surto inflacionário inesperado e não controlado deixaria a economia mais vulnerável a novos choques, seja pelo estabelecimento de um novo patamar inflacionário, seja pelo aumento do grau de indexação. A mágica com arrependimento no meio do truque seria pior para todos: para o mágico e para a plateia.

Referências

Lara Resende, A. “A Moeda Indexada: uma Proposta para Eliminar a Inflação Inercial”, Texto para Discussão nº 75, PUC-Rio – Departamento de Economia, Setembro, 1984.

Lopes, F. L., “Só um Choque Heterodoxo Pode Derrubar a Inflação”, *Economia em Perspectiva*, CORECON – São Paulo, agosto, 1984.

Lopes, F. L. “Inflação Inercial, Hiperinflação e Desinflação: Notas e Conjecturas”, Texto para Discussão nº 77, PUC-Rio – Departamento de Economia, Outubro, 1984.

Modiano, E. M. “Salários, Preços e Câmbio: Os Multiplicadores dos Choques numa Economia Indexada”, Texto para Discussão nº 70, PUC-Rio – Departamento de Economia, Maio, 1984.

Simonsen, M. H. “Um Esboço de Reforma Monetária”, *mimeo*, Escola de Pós-Graduação em Economia, FGV-RJ, Outubro, 1984.