

# Redutor, mas com salvaguardas

Mario Henrique Simonsen

**C**ircula pela praça uma proposta, atribuída a este escriba, de combater a inflação pela aplicação de um redutor, presumidamente igual a 0,9. O entendimento ingênuo é que a proposta se resume a corrigir, em cada mês, salários, preços administráveis, e possivelmente também a OTN e a taxa de câmbio, por 90% da taxa de inflação do mês anterior. A partir desse entendimento, as opiniões se dividem. Os mais ingênuos se entusiasmam com a proposta, esperando que a inflação só com isso pudesse cair de 24% no primeiro mês, para  $0,9 \times 24 = 21,6\%$  no segundo, para  $0,9 \times 21,6 = 19,44\%$  no terceiro e até modestíssimos 5,5% mensais no décimo quinto mês. Os mais atilados rejeitam a idéia partindo do pressuposto de que a inflação não se combate com passes de mágica. Isto posto, o redutor poderia acharar ainda mais os salários, reduziria artificialmente os preços das estatais agravando o déficit público, seria desrespeitado pelo setor privado por falta de equipamento do CIP, excitaria o preço dos ativos reais, do dólar paralelo e do ouro, se aplicado à OTN, e assim por diante.

Na realidade o redutor é apenas uma das pernas de um tripé: contenção do déficit público — austeridade monetária — política de rendas. Sem as duas primeiras pernas o tripé, limitado ao redutor, degeneraria num saci. Isto posto, se não houver condições efetivas de austeridade nas contas públicas e, muito particularmente, na política monetária, o melhor a fazer é arquivar a idéia do redutor, cuja única função é desatrelar os reajustes de preços e salários da inflação passada para os vincular a uma expectativa de inflação cadente. Em particular, se a Constituição ratificar o limite real de 12% de juros aprovado no primeiro turno, o redutor deve ser devidamente engavetado. Pois é possível que, nos primeiros meses da implantação do Plano, para vencer a incredulidade dos que apostam na continuação da inflação, a taxa de juros tenha que avançar muito além da Traprobana.

**N**esse particular, vale confrontar duas experiências, uma bem-sucedida, outra malsucedida. A primeira foi a do fim da hiperinflação alemã em novembro de 1923, quando o rentenmark substituiu 1 trilhão de marcos antigos, quando o Banco Central se tornou independente e quando se fixou a taxa de câmbio em 4,2 novos marcos por dólar. Os especuladores apostaram no fracasso do plano, e dez dias depois o dólar estava cotado a 11,2 novos marcos no mercado de Colônia (o predecessor do nosso "paralelo"). A arma usada pelo dr. Schacht para derrotar os especuladores foi uma guerra nas estrelas com a taxa de juros, que chegou a 10% ao dia. Um mês depois do início do Plano, o dólar livre se havia nivelado ao oficial, e o Banco Central pôde baixar as taxas de juros. A experiência malsucedida foi a do Plano Cruzado, que fixou a taxa dos títulos públicos em 15% ao ano. Se não houvesse ilusão monetária e se todos apostassem na inflação zero, 15% reais seriam uma taxa fulminante contra a especulação. Só que havia um misto de ilusão monetária e de descrentes na inflação zero, e o Governo não reagiu a tempo.

De fato, no caso brasileiro, o redutor é apenas o complemento às duas pernas mais sensíveis do tripé. A contenção do déficit público é problema tecnicamente simples, mas que exige enorme determinação política. Já a contenção da expansão monetária, além de envolver uma complicação política, o nível da taxa de juros, que não deve ser prefixado nem em termos nominais nem em termos reais, é uma equação cheia de incertezas técnicas.

Essas incertezas resultam do grau de indexação dos nossos ativos financeiros. Há quem argumente que essa indexação é um freio à hiperinflação, na medida em que detém a corrida dos agentes econômicos para estoques, outros ativos físicos e para o dólar paralelo. Mas há também quem contra-argumente que a liquidez sem risco dos ativos financeiros indexados é tal que passamos a viver numa economia com moeda corrigida monetariamente dia a dia. Por esse contra-argumento, base monetária e  $M_1$  teriam perdido qualquer sentido macroeconômico. E a moeda indexada, expandindo-se automaticamente com os aumentos de preços, poderia ser o estopim da hiperinflação. Imagine-se o que aconteceria nos Estados Unidos se, cada vez que os preços subissem 5%, cada nota de 100 dólares rendesse um filhote de cinco dólares. Simplesmente, não haveria mais política monetária, pois a

oferta de moeda se tornaria passiva, ao sabor da taxa de inflação. Aliás, em matéria de moeda indexada há uma experiência clássica e trágica, a da hiperinflação húngara. Entre agosto de 1945 e julho de 1946, com a progressiva indexação, primeiro dos depósitos à vista, e depois do próprio papel-moeda em circulação, os preços se multiplicaram por 10<sup>12</sup>, ou seja, por um oceilhão de vezes.

Qual das correntes está certa, a que considera a indexação dos ativos financeiros um freio à hiperinflação ou a que admite que ela possa ser o próprio estopim da hiperinflação? É provável que ambas tenham certa dose de razão, a primeira pensando na indexação dos ativos financeiros acima de certo prazo, a segunda se referindo à indexação diária. Optar por uma única dessas opiniões provavelmente levaria à catástrofe. Num caso, deixaríamos que toda a moeda se indexasse, e caminharíamos para o modelo de hiperinflação húngara. No outro, desindexaríamos a economia, e a inflação explodiria pelo lado da demanda, como no Plano Cruzado. Para complicar, com uma inflação de mais de 20% ao mês, ninguém sabe onde deve situar-se a taxa real de juros para conter a inflação. Com efeito, 0,5% ao mês para mais ou para menos pouco significa em matéria de juros nominais, e pode até ser confundido com o erro inevitável na medição da inflação.

**C**ontrolar a política monetária diante de tamanhas incertezas é algo que não comporta sintonia fina, como se pretendeu no Plano Cruzado. A dose do remédio tem que ser para valer, e a queixa de que a aplicação de antibióticos pode causar perturbações gástricas não merece a menor contemplação. A solução consiste em: I) fixar metas para a expansão de base monetária e  $M_1$  (papel-moeda em poder do público mais depósitos à vista), e nesse sentido o que está no acordo com o FMI parece suficiente; II) fixar metas um pouco menos apertadas, mas moldadas por uma projeção de inflação cadente para a expansão nominal de  $M_1$ , isto é, do total de ativos financeiros em poder do público (papel-moeda, depósitos à vista e a prazo, aplicações em títulos públicos, cadernetas de poupança, CDBs, etc); III) tributar fortemente as aplicações financeiras de prazo inferior a uma semana; IV) deixar que o mercado estabeleça as taxas de juros necessárias ao cumprimento das metas monetárias.

Note-se que a meta para a expansão nominal de  $M_1$  coloca o governo sob camisa-de-força. Se seu déficit não se reduzir, não haverá como o financiar, nem pela emissão de moeda, nem pela colocação de títulos públicos. De resto, o controle da expansão nominal de  $M_1$  se consegue pela limitação da expansão de crédito, ao setor público, ao setor privado e ao setor externo (aumento de reservas).

Supondo que o governo esteja preparado para executar tal política monetária, aí sim, vale a pena pensar no redutor. O seu objetivo é evitar que a combinação do arrocho monetário com a indexação pela inflação passada provoque brutal recessão. O que não significa que, com o redutor, a queda da inflação se processe em meio à euforia das vendas, como se pensou que fosse possível durante o Plano Cruzado. De fato, para que o redutor funcione é indispensável que os que apostarem no seu fracasso sejam punidos, não pela Polícia Federal, pelo CIP ou pela SUNAB, mas pelas forças de mercado, à semelhança do que fez o dr. Schacht com os que não acreditaram no seu programa de estabilização.

**A** essa altura, a melhor maneira de administrar o redutor não é necessariamente adotar o coeficiente 0,9, o qual deve apenas servir de primeira aproximação para os administradores da política econômica, e para bitolar a expansão de  $M_1$ . Simplesmente o Poder Executivo fixaria, no dia 15 de cada mês, a inflação projetada para o mês seguinte, e que seria o parâmetro para os reajustes de salários, aluguéis, preços administráveis, OTN e taxa de câmbio. Dessa forma, os eventuais erros para mais ou para menos em cada mês seriam levados em conta na fixação das projeções para o mês seguinte.

É importante notar que, no programa acima, o redutor é apenas a anestesia. A cirurgia está na política fiscal e na monetária. É óbvio que, sem a cirurgia, a anestesia é absolutamente inútil. No mais, vale ressaltar que a idéia é velha como Matusalém. Isto posto, este escriba não detém nenhum direito de propriedade intelectual sobre o redutor, como não se considera o descobridor do teorema de Pitágoras.