

TEXTO PARA DISCUSSÃO

Nº 104

Novo Austral na Argentina

Francisco Lafaiete Lopes



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

Julho de 1985

1. Introdução

O plano argentino de reforma econômica, anunciado pelo ministro Juan Sourrouille em 14 de junho último, define claramente uma opção pelo “choque heterodoxo” como estratégia de combate rápido e efetivo “ inflação. O plano argentino é uma proposta de desinflação rápida da economia, apoiada num congelamento geral (ainda que temporário) de preços, salários e rendimentos e numa reforma monetária, com a criação de um novo padrão monetário cuja estabilidade o governo se compromete a defender a qualquer custo. Naturalmente, para que isto seja possível, torna-se necessário eliminar grandes distorções de preços porventura existentes antes do congelamento (de modo que o sistema de preços relativos que vai ser congelado temporariamente seja razoavelmente realista) e garantir a estabilidade da taxa de câmbio da nova moeda em relação ao dólar.

Ao contrário, entretanto, da nossa proposta para o Brasil, o plano argentino foi implementado de surpresa e sem qualquer negociação política prévia: de fato, o instrumento jurídico utilizado foi o decreto 1096 do poder executivo (equivalente a um decreto-lei brasileiro) de 14/6/85 que prescindiu de aprovação pelo Congresso. É claro que, tendo em vista a gravidade da situação argentina, com uma inflação de 30% ao mês em processo de aceleração e um impasse nas negociações com o FMI e credores internacionais, esta tática de surpresa era não apenas a única viável mas, o que é mais importante, possível de ser sustentada com um alto grau de legitimidade política.

2. Pontos Principais do Plano Argentino

O choque argentino foi executado através das seguintes principais medidas de política econômica:

- a) *Congelamento por tempo indeterminado de preços e salários.* O congelamento de preços entrou em efeito na segunda-feira, dia 17 de junho de 1985, com base nos preços máximos vigentes à zero hora de quinta-feira anterior, dia 13 de junho. Os salários tiveram ainda um reajuste de 22,6% ao final de junho antes de serem congelados.
- b) *Introdução de uma nova moeda de curso legal.* O Austral, que substituiu o Peso Argentino a uma taxa de conversão de mil Pesos por Austral. O governo anunciou sua firme intenção de não permitir a perda de poder aquisitivo da nova moeda, inclusive comprometendo-se a não emitir moeda para financiar o déficit público. Foi anunciado também que o austral terá uma paridade fixa de 0,80 centavos por dólar (ou 1,25 dólares por austral), que se considera um nível de taxa de câmbio adequado para as condições atuais das transações externas.
- c) *Medidas de transição na área financeira,* com todos os depósitos em conta corrente no

sistema bancário sendo convertidos em austrais no dia 15 de junho, à razão de mil pesos por austral. Para os depósitos a prazo e operações de empréstimo contratadas antes do dia 15 de junho a taxas de juros prefixadas permanecem em vigor as condições contratadas originalmente, mas o pagamento das obrigações será feito em austrais, na data prevista de vencimento e de acordo, com uma tabela oficial de taxas diárias de conversão de pesos em austrais. Esta tabela de conversão, cujo objetivo é descontar o efeito da expectativa inflacionária embutida nestes contratos a taxas de juros prefixadas, determina uma desvalorização diária da paridade entre pesos e austrais equivalente a uma desvalorização mensal de 30%. Todos os contratos indexados, de depósitos, empréstimos ou aluguéis, passam a vigorar em austrais a partir do dia 15 de junho, respeitando a taxa de conversão de mil pesos por austrais e mantendo as cláusulas de indexação originalmente contratadas. As taxas mensais de juros no segmento regulado do sistema financeiro (que corresponde a cerca de 40% do total de depósitos) foram fixadas em 4% e 6% respectivamente, para depósitos e empréstimos a 30 dias. (Estas taxas foram reduzidas no dia 29 de junho para 3,5% e 5%, respectivamente).

- d) *Medidas de contenção fiscal*, que pretendem reduzir o déficit de caixa consolidado do setor público do nível de 11,5% do PIB observado em 1984 para cerca de 2,5% do PIB no segundo semestre de 1985. Este déficit residual será totalmente financiado por créditos externos, de modo que não haverá emissão monetária para financiar o déficit público. A intenção é somente permitir a expansão da base monetária em decorrência de aumento nas reservas internacionais do país.

3. O Congelamento de Preços e Salários

Não há dúvida que o congelamento de preços e salários – o Chamado choque heterodoxo – foi o elemento chave do programa. Seu objetivo é eliminar o componente inercial da inflação, este mecanismo automático de transformação da inflação passada em inflação futura, que tende a se tornar dominante em processos inflacionários crônicos. Em boa parte, o sucesso do plano será determinado pela capacidade de manter o congelamento por um período prolongado de tempo (seis meses, por exemplo) é de administrar o período de descongelamento (que convém fazer de forma gradual) de modo a impedir um repique inflacionário significativo.

Um pré-requisito óbvio para o sucesso do congelamento é que os preços relativos congelados sejam realistas e sustentáveis a médio prazo. Em vista disto o governo argentino promoveu alguns realinhamentos drásticos de preços antes do congelamento: foi feita uma desvalorização cambial compensada de 18%, aumentou-se o preço da carne em 50%, e os preços e tarifas públicas atingiram

níveis que em média são 33% superiores aos do segundo semestre de 1984. O Quadro 1 ilustra alguns destes realinhamentos de preços.

É óbvio que estes movimentos bruscos de preços relativos teriam que produzir um choque inflacionário no período imediatamente anterior ao congelamento e, de fato, o custo de vida aumentou cerca de 30% em junho (a despeito do congelamento de preços a partir do dia 15) contra 25% no mês anterior. Como os salários foram congelados ao final de junho após um reajuste de 22,6%, fica claro que o salário real foi fixado a um nível inferior ao pico prévio anterior de salário real.

Isto pode ser melhor compreendido com o auxílio da Figura 1. Nesta figura estamos ilustrando a trajetória do salário real dia a dia, medido a preços do início de junho. Supondo que o nível inicial é igual a 100, e que os preços ao consumidor aumentaram 39% nas primeiras duas semanas do mês¹, chegamos ao nível de 72 no dia 15. Como a partir deste dia os preços foram congelados (e supõe-se que de fato permaneceram fixos) está claro que 72 é o nível mais baixo de salário real do mês de junho, permanecendo inalterado nas suas duas últimas semanas. O aumento de 22,6% ao final de junho eleva este salário real para 88, que é o nível que deverá permanecer se o congelamento for mantido. Isto corresponde a um nível de salário real cerca de 12% menor que o pico anterior de 100, obtido ao início de junho.

Pode-se observar, entretanto, que não ocorre perda de salário real em termos de valores médios mensais. Com os parâmetros da Figura 1 (que supõe variação ponto-a-ponto do custo de vida de 25% em maio e 39% nas primeiras duas semanas de junho) pode-se calcular um salário real médio de 89 em maio e de 78 em junho, de onde se vê que o salário real congelado é apenas ligeiramente menor que o valor real médio de maio e cerca de 13% maior que o de junho².

O congelamento salarial conseguiu, portanto, fixar o salário real pela média, e não pelo pico, evitando assim o risco de embutir uma pressão salarial não resolvida no sistema de preços congelado. Esta solução consistente para a questão do salário real parece, entretanto, ter resultado mais de um golpe de sorte que de um desígnio de política. Nos meses anteriores ao congelamento os reajustes salariais estavam sendo pauta dos pela regra de repassar 90% da variação do custo de vida no mês anterior. Desta forma o aumento de 25% do custo de vida em maio produziu, de acordo com a regra

¹ O aumento do custo de vida em junho está sendo estimado em 30%, mas esta variação é calculada em termos de média dos preços nas quatro semanas de junho contra igual média para maio. Para ser consistente com esta variação da média mensal, a inflação ponto-a-ponto nas duas primeiras semanas do mês tem que ser maior. Nossa estimativa de 39% baseia-se no fato que o índice de custo de vida em termos de média mensal deverá ainda apresentar uma variação de 7% em julho relativamente a junho.

² Para calcular estes valores de salário real médio foi utilizada a seguinte fórmula, que relaciona o salário real médio v_m (calculado pela média aritmética e supondo variação contínua dos preços ao longo do mês) ao pico anterior de salário real v^* , quando a taxa de inflação acumulada dentro do mês é igual a p :

$$v_m = \frac{p}{(1+p) \log(1+p)} v^*$$

No caso do mês de junho considerou-se a média simples entre a média aritmética igual a 85 para os primeiros quinze dias, calculada pela fórmula acima, e o valor estável de 72 que vigorou nos últimos quinze dias.

vigente, um reajuste de 22,6% dos salários ao final de junho. Como a inflação acelerou-se violentamente nos primeiros quinze dias do mês, em virtude dos realinhamentos de preços relativos mencionados anteriormente, este reajuste salarial foi a conta certa para restabelecer o salário real médio de maio.

Quadro 1

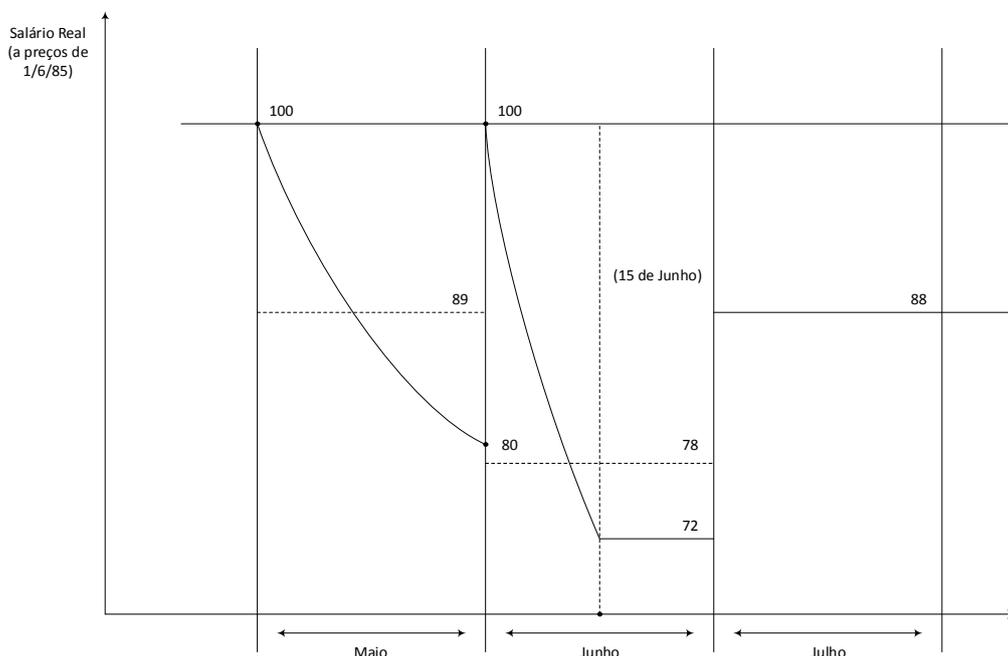
Alguns Aumentos de Preços entre 2 de Maio e 14 de Junho de 1985

Carne	157%
Taxi	119%
Oleo Combustível	95%
Dólar Paralelo	95%
Índice de Preços por Atacado	93%
Telefone	78%
Gasolina Comum	65%
Custo de Vida	61%
Reajuste Salarial (Pauta Salarial)	45%

FONTE: Clarin, 14/6/85 e 30/6/85

Figura 1

Congelamento Salarial



4. A Transição no Sistema Financeiro

A maior dificuldade prática para a aplicação do congelamento geral de preços e salários está na área financeira, que em princípio não está preparada para uma queda abrupta do ritmo inflacionário,

podendo ser levada a uma situação perigosa de insolvência generalizada. Este risco, entretanto, foi brilhantemente eliminado na reforma argentina pelo mecanismo da *escala de conversão entre pesos futuros e austrais*.

A desinflação causa problemas somente para as transações financeiras contratadas a taxas de juros prefixadas. No caso das operações com correção monetária não há problema: os parâmetros contratuais estão definidos em termos reais, e tudo que a desinflação pode fazer é alterar a correção monetária. Isto, porém, não acontece no caso das operações contratadas com taxas de juros nominais prefixadas. Nestes casos a operação tipicamente embute uma expectativa inflacionária e alguma provisão para uma variância moderada da taxa de inflação (o que se poderia chamar de um prêmio de risco). Se a expectativa inflacionária revelar-se dramaticamente errada, a operação implicará em transferência maciça de renda real do devedor para o credor, podendo criar uma situação de inadimplência.

No caso argentino, por exemplo, o sistema financeiro estava operando antes do congelamento com taxas nominais pré-fixadas para depósitos e operações de empréstimo a 30 dias acima de 40% ao mês, o que naturalmente tinha embutido uma expectativa inflacionária de pelo menos 30% ao mês. Com a taxa de inflação caindo instantaneamente para próximo de zero (digamos 1 a 2% ao mês para os preços por atacado), estas operações teriam rendido taxas reais de juros superiores a 40% ao mês (cerca de 5.500% ao ano), o que implicaria em enormes ganhos e perdas de capital.

Uma solução possível para este problema seria a recontratação forçada de todas as operações financeiras deste tipo, com o objetivo de atualizar suas taxas nominais às novas expectativas inflacionárias, mas isto seria obviamente difícil de implementar na prática. A solução argentina foi muito mais simples e perfeita: mantém-se os parâmetros contratuais originais em termos de pesos argentinos a serem pagos em datas futuras, mas estabelece-se uma escala de conversão diária entre pesos futuros e austrais, que leva em conta o fato de que antes do congelamento havia uma expectativa generalizada de 30% de inflação ao mês. Ou seja, a escala de conversão confirma a expectativa média de que o peso iria desvalorizar-se à taxa mensal de 30% relativamente a qualquer padrão monetário estável (como ativos físicos, o dólar e, agora, o austral).

Em termos práticos a escala de conversão estipulou que, partindo da paridade de mil pesos por austral, válida para o dia 15 de junho, a taxa de conversão entre pesos futuros e austrais pode ser obtida supondo uma desvalorização diária do peso de 0,8524% (que corresponde aproximadamente a 30% ao longo de um mês de 31 dias). Assim, por exemplo, uma operação que contemplava um pagamento em pesos no dia 20 de julho – portanto, 35 dias depois do congelamento – tem que ser convertida em austrais à taxa de conversão apropriada para pesos futuros do dia 20 de julho, ou seja, à taxa de $(1,008524 \text{ elevado a } 35 \text{ vezes mil}) = 1.345,917$ pesos por austral.

O outro aspecto da transição financeira que merece ser mencionado é a fixação das taxas de

juros nominais no segmento controlado do mercado após o congelamento. O problema aqui é que, como se está tentando produzir uma quebra drástica na tendência inflacionária, que em princípio pode ou não dar bom resultado, fica difícil para os agentes econômicos formar uma expectativa firme da inflação futura e como consequência é necessário pagar um prêmio de risco elevado para sustentar um fluxo regular destas operações financeiras com taxas de juros regulados e impedir uma fuga defensiva para os mercados com taxas de retorno nominal flutuante (como o dólar, por exemplo). Esta é a rationale por trás das taxas de juros nominais de 4% e 6% fixadas inicialmente (mas reduzidas após duas semanas para 3,5% e 5%) para, respectivamente, depósitos e empréstimos a 30 dias. A medida que o congelamento demonstre na prática sua efetividade, o prêmio de risco nas operações com taxas de juros prefixadas deverá baixar, permitindo a fixação de taxas de juros reais menores nestas operações reguladas.

5. A Contenção Fiscal

O sucesso de curto prazo do plano argentino dependa basicamente da efetividade do congelamento de preços e salários e da mobilização psicológica produzida pela reforma monetária, mas sua sustentação a médio e longo prazo depende também de três outros elementos:

- a) da capacidade política do governo em manter sob controle o componente de conflito social da inflação, que deve manifestar-se principalmente na reivindicação de reposição plena dos picos prévios de salário real;
- b) da adequabilidade dos preços relativos, obtidos com o realinhamento de preços anterior ao choque, para viabilizar um desenvolvimento equilibrado e saudável da economia a médio e longo prazo; e
- c) da redução do déficit público a níveis compatíveis com um regime de estabilidade de preços.

Um dos elementos básicos da heterodoxia do plano argentino é a suposição de que a contenção do déficit público não é um fator instrumental para a desinflação abrupta que se pretende obter. Após a estabilização, entretanto, é óbvio que o déficit público deve ter uma dimensão adequada para uma economia não-inflacionária, ou seja, algo como 2% a 3% do PIB se observarmos o que acontece nas economias com longa experiência de estabilidade de preços. Em relação à concepção ortodoxa da política de estabilização há aqui uma fundamental inversão tática: ao invés de reduzir o déficit público para combater a inflação o que se pretende é combater a inflação (via congelamento), para em seguida reduzir o déficit. O plano argentino é uma demonstração eloquente de como a decisão política de aplicar o choque heterodoxo torna as medidas de contenção gradual do déficit tecnicamente mais

simples e politicamente mais aceitáveis.

A meta fiscal do programa argentino contempla uma redução do déficit de caixa consolidado do setor público para 2,5% do PIB no segundo semestre de 1985. O Quadro 2 apresenta os números relativos à evolução do déficit desde 1983. Para viabilizar esta meta será necessário cortar em 6,4 pontos de percentagem, o déficit do setor não-financeiro como porcentagem do PIB e em 4 pontos de percentagem o déficit operacional do banco central, com uma redução total de 10,4 pontos de percentagem do PIB no déficit consolidado. Para o setor público não-financeiro, isto deverá significar um corte de 8% nas despesas (igual a 2,5% pontos de percentagem do PIB) e um aumento de 19% nas receitas (igual a 3,9 pontos de percentagem do PIB). A nível de detalhe pode-se identificar as seguintes principais medidas de contenção fiscal:

- a) Aumento da receita fiscal em 2,5 pontos de percentagem do PIB, obtida em três frentes; (1ª) cerca de meio ponto de percentagem do PIB através do aumento da receita do imposto de importação em decorrência da desvalorização cambial de 18% e da criação de um novo imposto sobre transações bancárias (semelhante ao nosso IOF); (2ª) cerca de meio ponto adicional de % do PIB através do aumento da receita do imposto sobre combustíveis em decorrência do realinhamento dos preços dos derivados do petróleo; e (3ª) cerca de 1,5 pontos de % do PIB através do esquema de poupança obrigatória que envolve depósitos compulsórios em 1985 e 1986 de pessoas físicas e jurídicas contribuintes dos impostos sobre a renda, sobre o capital e sobre o patrimônio líquido e que serão devolvidos num prazo de 60 meses após cada depósito com correção monetária de 90% da variação no período do índice de preços por atacado³.
- b) Redução do déficit de caixa das empresas estatais em 2 pontos de % do PIB, obtida através de um aumento real médio de 33% dos preços públicos em relação aos níveis praticados no segundo semestre de 84. O realinhamento de preços anterior ao congelamento deverá ter permitido aumentos (em relação ao segundo semestre de 84) de 50% para os derivados de petróleo, 34% para os serviços postais, 26% para o gás natural, 25% para as tarifas de eletricidade, 20% para os telefones e 18% para o transporte aéreo e ferroviário.
- c) Eliminação da transferência de meio ponto de % do PIB do banco central ao sistema de previdência social. Esta transferência é a parte do déficit do sistema de previdência que

³ Estes depósitos compulsórios serão baseados nas declarações de imposto para o ano fiscal de 1984. Os contribuintes deverão recalcular seus impostos devidos, eliminando algumas deduções e incentivos fiscais, e sobre este valor aplicar 30% no caso de empresas e 40% no caso de pessoas físicas. Este valor, atualizado pelo índice de preços por atacado entre novembro de 1984 e o mês de 1985 a ser fixado pelas autoridades, definirá a poupança obrigatória a ser depositada tanto em 1985 como em 1986.

não é coberta pelas transferências normais de receita tributária, instituídas após à eliminação em 1981 do imposto de 15% sobre a folha de pagamento.

- d) Redução em 1 ponto de % do PIB nas despesas de custeio da Administração Nacional e das estatais através de uma queda de 15% da folha total de pagamentos de salários em decorrência principalmente da proibição de novas contratações.
- e) Redução em cerca de meio ponto de % do PIB das transferências diretas para as províncias o que deverá ser compensado por aumento equivalente nas transferências em esquema de “revenue sharing” em decorrência do crescimento na receita tributária total do governo.
- f) Redução em 4 pontos de % do PIB do déficit operacional do banco central através da eliminação do componente de correção monetária sobre a dívida pública em decorrência do congelamento de preços.

Quadro 2

Evolução do Déficit Público em Percentagens do PIB (conceito de caixa)

Ano (trimestre)	Setor Público não-Financeiro			Resultado Operacional do Banco Central	Déficit Consolidado
	Receita	Despesa	Déficit(-)		
1983: (I)	19,4	25,1	-5,7	-0,3	-6,0
(II)	22,7	29,4	-6,7	-1,4	-8,1
(III)	23,0	32,1	-9,1	-0,5	-9,6
(IV)	20,8	36,9	-16,1	-1,4	-17,5
Média 1983	21,5	32,8	-11,3	-1,1	-12,4
1984: (I)	20,1	29,5	-9,4	-3,4	-12,8
(II)	20,4	30,9	-10,5	-2,2	-12,7
(III)	21,4	27,8	-6,7	-3,1	-9,8
(IV)	22,9	31,8	-8,9	-2,3	-11,2
Media 1984	21,8	30,4	-8,6	-2,7	-11,3
1985: (I)	19,4	28,8	-9,4	-2,9	-12,3
(II)	22,9	30,9	-8,0	-5,6	-13,6
Média: 1º semestre	21,2	29,9	-8,7	-4,2	-12,9
2º semestre (projeção do autor)	25,1	27,4	-2,3	-0,2	-2,5

FONTE: BCRA

Vale a pena enfatizar o fato de que esta contenção fiscal de 10,5 pontos de % do PIB foi em grande parte viabilizada pela própria decisão de atacar a inflação através de um choque heterodoxo. O realinhamento de preços públicos anterior ao congelamento produziu diretamente 2 pontos de % do PIB de contenção no déficit das estatais e viabilizou indiretamente outro ponto de % adicional de aumento de receita dos impostos de importação e sobre combustíveis. A própria eliminação rápida da inflação deverá contribuir com outros 4 pontos de % do PIB nos encargos de correção monetária da dívida pública. São, portanto, cerca de 7 pontos de % do PIB de contenção fiscal que decorrem exclusivamente da política de combate à inflação via congelamento de preços.

6. Política Monetária

A condução da política monetária é a parte mais obscura do programa argentino. Foi anunciado que a emissão monetária não será utilizada para financiar o déficit residual de 2,5% do PIB, que se pretende cobrir com créditos externos. Na medida, porém, em que estes recursos externos impliquem num aumento das reservas internacionais, poderá haver uma emissão “lastreada”, o que aliás pode ser indispensável para o sucesso do programa. A experiência histórica demonstra claramente que quando um processo hiperinflacionário termina abruptamente (como de fato todos sempre terminaram) segue-se um período de vários meses em que a liquidez real da economia aumenta significativamente. No caso da hiperinflação alemã, por exemplo, os preços praticamente se estabilizaram entre dezembro de 1923 e setembro de 1924 (após terem aumentado 30.000% ao mês em outubro de 23) enquanto a circulação de notas aumentou à taxa de 13% ao mês ao longo do mesmo período. Outro exemplo é dado pela hiperinflação austríaca de 21-23: nos nove meses posteriores à estabilização de outubro de 22 a taxa de inflação foi nula em média (a despeito do nível de 100% ao mês alcançado em agosto e setembro de 23) enquanto a quantidade de moeda aumentou cerca de 10% ao mês.

Este fenômeno pode ser facilmente compreendido. A queda rápida da inflação e das expectativas inflacionárias produz um aumento da demanda por moeda que, com preços estáveis, só pode ser atendido pela emissão monetária. Se nesta situação o banco central decidir congelar o estoque nominal de moeda, as taxas reais de juros serão pressionadas para cima e a economia tenderá a entrar em recessão. Estas observações indicam que a condução da política monetária na transição para uma economia estabilizada não é problema simples: como balizar a emissão monetária neste caso?

A solução parece óbvia: se os preços estão realmente congelados qualquer variação na demanda por moeda se refletirá na taxa de juros e, portanto, uma política de emissão monetária visando manter estável a taxa de juros (num mercado não-regulado) é suficiente para manter um suprimento adequado de liquidez real em face de uma demanda de moeda em expansão. Esta linha de política requer, porém,

uma elevada dose de confiança da autoridade monetária na efetividade do congelamento de preços e na credibilidade do programa de estabilização.

No caso argentino a postura inicial das autoridades em relação à política monetária tem sido cautelosa e permeada por uma retórica de grande austeridade. Decretou-se, por exemplo, um congelamento pelos primeiros quinze dias do programa dos valores nominais por tomador das linhas de crédito internas nos bancos comerciais e o objetivo parece ser o de liberar estes limites sobre o crédito interno apenas de forma gradual⁴. A restrição ao crédito foi adotada também com o intento de dificultar a especulação em dólar contra o austral e forçar o setor privado a desovar parte de seus encaixes especulativos em moeda estrangeira.

7. Vai Funcionar?

No momento que escrevemos o plano argentino está em operação por apenas três semanas o que torna difícil qualquer avaliação de seus resultados. De fato, o sucesso de um programa de estabilização deste tipo só pode realmente ser avaliado após um período de vários meses e, principalmente, a partir do momento em que os preços começarem a ser liberados da regra de congelamento. Apesar disso, o comportamento da economia nos primeiros dias do pós-choque parece encorajador. Os mercados financeiros absorveram as medidas drásticas do plano com tranquilidade, o congelamento de preços parece estar funcionando na prática e não há ameaça visível de desestabilização na área sindical.

Num horizonte de curto prazo é possível identificar duas dificuldades que precisam ser contornadas. Uma delas é o comportamento da taxa de câmbio no mercado paralelo. Nos primeiros dias do congelamento a cotação do dólar no paralelo caiu até 0,77 centavos de austral, em contraste com a paridade oficial de 0,80, mas ao final da terceira semana o câmbio paralelo estava em torno de 0,93 por dólar. O risco é naturalmente é que este prêmio de 17% do dólar livre sobre o oficial seja interpretado como uma evidência de perda de confiança dos “mercados” na viabilidade do programa.

De fato, o fenômeno pode ter uma explicação bem mais simples. Ao fixar uma rentabilidade de 4% sobre os depósitos de 30 dias (reduzida para 3,5% em 19/6/85) as autoridades argentinas criaram um forte incentivo para a entrada de “hot Money” no país. Afinal, com a taxa de câmbio congelada, isto significa uma rentabilidade de 4% ao mês (ou 60% ao ano) em dólar, o que certamente é um excelente investimento. A única dificuldade para concretizar este tipo de operação é o prazo mínimo de 180 dias (aumentado para 360 dias em 2/7/85) para a permanência do capital financeiro internacional no país. É óbvio porém que existe amplo espaço para operações de arbitragem,

⁴ Em 29/6/85 permitiu-se um aumento de 2% no valor nominal de cada linha de crédito.

possivelmente com o “hot-money” entrando legalmente no país e saindo via mercado paralelo. O resultado é uma pressão altista na taxa de câmbio do mercado paralelo que, provavelmente, só poderá ser eliminada com a redução da taxa de juros interna para um nível compatível com o praticado no mercado financeiro internacional (algo como 0,5% a 1% ao mês).

A outra dificuldade é o comportamento do índice de preços ao consumidor em julho. O Quadro 3 apresenta algumas taxas mensais observadas e estimadas de variação nos preços ao consumidor e por atacado em 1985. O ponto que queremos destacar é que mesmo que a inflação medida a preços por atacado caia abruptamente dos quase 50% de junho para 1% em julho, o índice de preços ao consumidor ainda apresentará uma variação da ordem de uns 7,5% ao mês em julho. Não é difícil imaginar as dificuldades que podem resultar deste número, particularmente na área sindical.

Na realidade, porém, este aumento ainda acentuado do custo de vida em julho é um efeito meramente estatístico que será produzido mesmo que todos os preços ao consumidor permaneçam totalmente congelados ao longo do mês. Este problema de rigidez estatística pode ser melhor compreendido com o auxílio da Figura 2. Ao contrário do índice de preços por atacado, que é calculado ponto-a-ponto com base numa coleta de preços que fecha no dia 15 de cada mês, o índice de preços ao consumidor é calculado pela média dos preços coletados em cada uma das quatro semanas anteriores à última semana de cada mês. Entende-se, portanto, que, com o congelamento de preços entrando em vigor no dia 15 de junho, pode-se esperar uma queda vertiginosa na taxa de variação dos preços por atacado em julho.

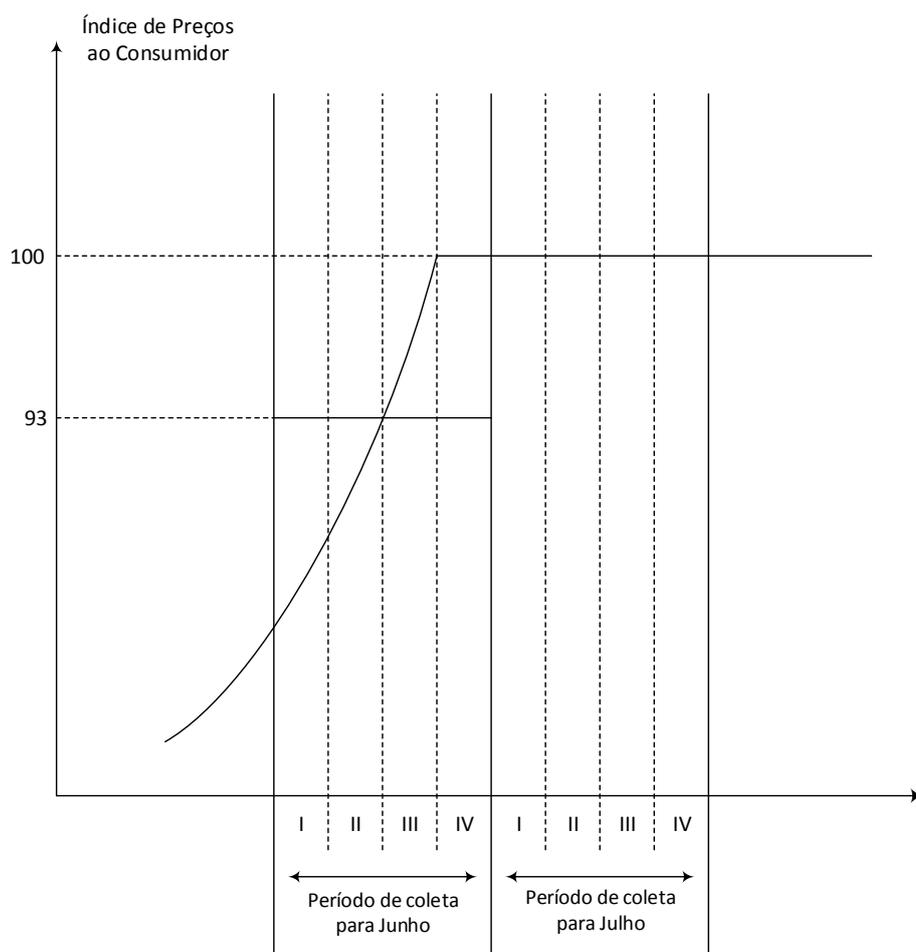
Quadro 3
Taxas Mensais de Inflação em 1985 (%)

Mês	Preços ao Consumidor	Preços por Atacado
Janeiro	25,1	20,9
Fevereiro	20,7	17,6
Março	26,5	27,4
Abril	29,5	31,3
Maiο	25,1	31,2
Junho*	29,0	47,0
Julho*	7,5	1,0

* Estimativas

Figura 2

Rigidez Estatística no índice de Preços ao Consumidor



No caso dos preços ao consumidor, entretanto, o congelamento só passou a ser relevante a partir da última semana do período em que são coletados os preços para o cálculo do índice de junho. O resultado, como está ilustrado na figura, é que o índice da média de quatro semanas para junho será cerca de 7% inferior ao mesmo índice para julho, mesmo que ocorra uma perfeita estabilidade dos preços ao consumidor após o congelamento. Este efeito de rigidez estatística só poderá ser evitado se a metodologia de cálculo do índice de preços ao consumidor for modificada, passando-se a calcular a variação ponto-a-ponto entre por exemplo a penúltima semana de cada mês. De qualquer forma, seria aconselhável neste caso a publicação dos índices semanais (ou pelo menos quinzenais) de custo de vida, de modo a evidenciar a real desaceleração do processo inflacionário após o início do programa.