

Juros, *Commodities* e Preços Administrados

O BC deve administrar a taxa de juros olhando tanto para os choques de oferta quanto para os de demanda.

Márcio G. P. Garcia¹
17 de março de 2004

Tem sido comum encontrarem-se clamores pela redução da taxa Selic baseados no argumento de que a inflação de 2004 estaria sendo impulsionada por choques de oferta: aumentos dos preços em dólar das *commodities* internacionais que importamos e exportamos e aumento dos preços administrados para além da meta de inflação de 5,5% para 2004. Segundo tal raciocínio, apenas os choques de demanda deveriam ensejar uma resposta de política monetária; os de oferta, não. Isso é patentemente falso.

Em face de um choque adverso de custos, como o aumento do preço internacional de *commodities*, firmas que as usam como insumos ficam propensas a aumentar os preços de seus produtos de forma a manter inalteradas as margens de lucro. Suponha, por exemplo, um produtor de farinha de trigo que venda por R\$1,00 o kg de farinha em cuja produção entra como único insumo o trigo que é comprado por R\$0,80, assim obtendo uma margem de lucro de 25%. Suponha também que um choque adverso eleve o preço do trigo em 25%, de R\$0,80 para R\$1,00. Para repassar apenas o aumento do custo do trigo, o produtor deveria passar a vender o kg de farinha por R\$1,20. Nesse caso, sua margem de lucro seria reduzida de 25% para 20%.

Já se o produtor quisesse manter a margem de lucro, tentaria elevar o preço do kg de farinha para R\$1,25, em vez de R\$1,20. Mas se fosse bem sucedido no esforço de recompor sua margem de lucro, estaria contribuindo para impedir o ajuste de preços relativos da economia. No limite, se todos recompusessem seus preços (inclusive e especialmente os salários dos trabalhadores), ao fim e ao cabo haveria necessidade de um novo aumento do preço do trigo na tentativa de aumentar seu preço relativo. Era isso que ocorria antes do plano Real.

Ou seja, para que o aumento dos preços das *commodities* não se traduzisse em mais inflação, seria necessário que os empresários reduzissem suas margens de lucro, e os trabalhadores reduzissem seus salários reais, de forma a permitir o ajuste dos preços relativos. Haveria apenas um salto do nível geral de preços igual aos aumentos dos preços das *commodities* ponderados pelos pesos no índice de inflação. Isso atinge não só os casos mais óbvios como o do produtor de

¹ Professor do Departamento de Economia da PUC-Rio e pesquisador do CNPq escreve mensalmente neste espaço às sextas-feiras (<http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia>).

farinha, que usa o trigo, e do padeiro, que usa a farinha, mas também os casos menos óbvios como o do empresário da construção civil que emprega o operário que ganha salário mínimo cujo valor real depende do preço do pão.

Se o BC não intervier escolhendo uma trajetória de juros mais elevada do que aquela que ocorreria na ausência do choque de oferta, os empresários encontrarão espaço para aumentar seus preços e os trabalhadores obterão salários mais altos. E isso gerará inflação. Sob passividade monetária, como antes do plano Real, o BC não intervinha, e conhecemos bem o resultado. Naquela época, qualquer choque de oferta (ou de demanda) era incorporado integralmente às taxas presente e futuras de inflação. Convém ressaltar que pretensos métodos alternativos de combate à inflação, como acordos entre empresários e governo para controlar preços, foram usados durante muitos períodos da nossa escalada megainflacionária, obviamente sem sucesso.

A estratégia atual do BC é deixar que apenas o impacto primário do choque de oferta seja incorporado aos índices de preços, combatendo os impactos secundários (repases). Seria como validar apenas a inflação gerada pelo aumento do trigo no exemplo anterior, sem permitir a recomposição da margem de lucro do empresário. Ou seja, frente a choques adversos de oferta, o sucesso pleno da estratégia do BC já contempla eventuais inflações superiores ao centro da meta.

Tal estratégia é tão fácil de entender quanto difícil de executar. A separação do efeito primário do secundário não é fácil de modelar. Nem de calcular. Não obstante, o BC usou no passado um método para realizar tais cálculos. Tal método justificou um aumento da meta quando choques de oferta adversos se abateram sobre a economia, como ocorreu em 2002, redundando em aumento dos preços administrados muito acima da meta de inflação.

Naturalmente, caso venham a ocorrer choques positivos de oferta, como uma queda abrupta do preço do petróleo, a meta de inflação deveria ficar mais apertada. Se não fosse assim, a credibilidade do sistema de metas de inflação seria posta em xeque. Poderia parecer que tudo que se quer é uma desculpa para justificar uma queda de juros incompatível com a meta. Um método transparente de ajuste das metas de inflação a choques de oferta pode ser um aprimoramento ao sistema de metas de inflação, e o BC dispõe de competência plena para fazê-lo, se julgar apropriado, sem comprometer sua credibilidade.

Uma alternativa seria substituir a meta atual (IPCA) por uma meta para uma medida de núcleo da inflação (*core inflation*). O BC já estudou o assunto, e, até agora, não optou por tal caminho. Mas, ainda que o atual sistema viesse a ser substituído por uma meta de *core inflation* em vez de índice cheio, choques de oferta continuariam a ser combatidos através da política monetária, sob pena de incorporarem-se também ao núcleo da inflação.

Ainda uma terceira possibilidade seria migrar para um sistema similar ao utilizado pelo Banco da Inglaterra. Trata-se de um sistema de metas para a previsão de inflação.² A política monetária passaria a ter como objetivo uma meta de inflação para os 12 meses seguintes, não para o ano calendário. Esse sistema permitiria que se combatesse o repasse dos choques de oferta, deixando que o efeito primário fosse incorporado à inflação presente.

O sistema de metas de inflação está em contínua evolução. Aprimoramentos podem e devem ser introduzidos. O que não se pode fazer é introduzir uma modificação de forma apressada apenas para justificar uma queda nos juros. Credibilidade é muito difícil de se obter, mas é fácil de se perder.

Como tem sido largamente enfatizado por analistas competentes da economia brasileira, para deslanchar o crescimento econômico é preciso que se avance na agenda microeconômica. A política monetária por si só não será capaz de assegurar a retomada do crescimento sustentado.

² “The aim is to set interest rates at a level that we think gives the best chance of inflation being 2.0% in around two years' time” (<http://www.bankofengland.co.uk>).