

## Juros, commodities e preços administrados

Colunista Márcio Garcia

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 alcançar a 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%.

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 vivos como o do produtor de farinha, que usa o trigo, e do padeiro, que usa a farinha, mas também os casos menos vivos 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 (repasses). 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.

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

Tal estratégia é difícil de entender quanto difícil de executar. A separação do efeito primário do secundário é difícil de modelar. Nem de calcular. Não obstante, o BC usou no passado um método para realizar tais ciclos. 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, at 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.\* 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 fácil de se perder.

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

\* "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>).

**Márcio G. P. Garcia**, professor do Departamento de Economia da PUC-Rio e pesquisador do CNPq escreve mensalmente às sextas-feiras (<http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia>).

---

Outgoing mail is certified Virus Free.

Checked by AVG anti-virus system (<http://www.grisoft.com>).

Version: 6.0.631 / Virus Database: 404 - Release Date: 17/3/2004