

**Meta inflacionária, juros e
preços no varejo brasileiro**

**Fernando Nogueira da Costa
José Valney de Brito
Simone Silva de Deos**

**Texto para Discussão. IE/UNICAMP
n. 82, jul. 1999.**

Meta inflacionária, juros e preços no varejo brasileiro

Fernando Nogueira da Costa¹
José Valney de Brito²
Simone Silva de Deos³

Resumo

Nesse artigo analisamos o *regime de meta inflacionária*, com ênfase na questão do mecanismo de transmissão juros – preços. Seus fundamentos teóricos são examinados a partir do *mainstream* e de literatura alternativa. Discutimos o comportamento recente do varejo no Brasil, destacando como a política de juros afeta, direta e indiretamente, os preços. Na conclusão, fazemos uma avaliação crítica da política de metas inflacionárias. Nossa *hipótese-chave* é que o Banco Central está criando uma armadilha para o governo, que será cobrado a respeito da alta taxa de desemprego. O grande risco do *inflation targeting* é, por um lado, agravar a *deflação*, por outro, gerar uma *estagflação* – desemprego e inflação.

Palavras-chave: Política econômica; Juros; Preços de varejo; Inflação.

Abstract

In this paper we analyze inflation targeting, focusing on the interest – price transmission mechanism. Its theoretical foundations are analyzed based on mainstream and alternative literature. We discuss the recent performance of the retail industry in Brazil, highlighting how monetary policy impacts prices, both directly and indirectly. We conclude evaluating inflation targeting in a critical way. Our key hypothesis is that the Central Bank is creating a trap for the government, which may be charged for high unemployment. There is a big risk of inflation targeting, on the one side, to increase deflation and, on the other, to create stagflation – unemployment and inflation.

Key words: Economic policy; Interest; Retail industry; Inflation.

Introdução

Passada a turbulência que seguiu à modificação no regime cambial, a nova diretoria do Banco Central do Brasil (BC) anunciou que passaria a adotar uma política monetária baseada em metas inflacionárias. Sucintamente, este regime consiste em subordinar a política monetária do país ao objetivo de atingir determinada taxa de inflação para um período, comunicada com antecedência. De

(1) Professor Livre-docente do Instituto de Economia da UNICAMP, Campinas, SP, Brasil. Coordenador da área de economia da Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo (FAPESP). E-mail: <fercos@eco.unicamp.br>

(2) Administrador de Empresas pela FGV-SP. Aluno especial do Doutorado do Instituto de Economia da UNICAMP.

(3) Mestre em Economia pelo IEPE/UFRGS. Doutoranda do Instituto de Economia da UNICAMP.

acordo com esse sistema, o governo anuncia a inflação desejada para o futuro e o Banco Central direciona seus instrumentos, sobretudo os juros de curto prazo, para atingir suas metas, com base no diferencial entre a taxa de inflação *observada* e a *pretendida*. Mas ele não descarta o uso de instrumentos secundários, como controle de agregados monetários e uma política discricionária de crédito.

A meta de inflação no Brasil, inspirada no modelo inglês, é pontual e não de intervalo, vale dizer, será perseguida uma determinada taxa e não um intervalo de variação, ainda que o sistema preveja uma faixa de tolerância. Eventuais desvios para baixo em relação a esta faixa serão considerados tão importantes quanto os desvios para cima. A partir desses limites, a autoridade monetária acionará seus instrumentos. O objetivo desse mecanismo é permitir que, em determinado momento, o BC opte por sancionar, por exemplo, um ligeiro aumento da inflação, para não comprometer um movimento sustentado de crescimento econômico. O grande desafio que se colocaria para o Banco Central, portanto, seria a definição da velocidade com que tentará trazer a inflação para os níveis definidos na meta. Essa relativa flexibilidade, no entanto, terá um preço: qualquer movimento fora da meta definida originalmente, mesmo que dentro da faixa de tolerância, terá que ser explicado à sociedade pelo BC.

Nosso *objetivo* nesse artigo será analisar, de maneira teórica e aplicada, o *regime de meta inflacionária*, com ênfase na questão do mecanismo de transmissão juros – preços no varejo. Para isso, após essa breve introdução, faremos uma apresentação dos fundamentos teóricos que “sustentam” a adoção do regime de metas, a partir da literatura *mainstream*. Na segunda seção, apresentaremos a questão dos mecanismos de transmissão sob um ponto de vista alternativo, com base na Escola de Estocolmo e em Hicks. Na terceira seção, já com aplicação da teoria apresentada, faremos uma discussão do comportamento recente do varejo no Brasil, com ênfase para os efeitos microeconômicos da política macroeconômica. Mais precisamente, destacaremos como a política monetária – de juros – afeta a formação de preços no varejo: um *case* de mecanismo de transmissão. Na conclusão, discutiremos, criticamente, o regime de metas inflacionárias, arrolando nossas críticas a partir das evidências teóricas e aplicadas apresentadas no decorrer desse trabalho.

Nossa *hipótese-chave* é que a diretoria do Banco Central do Brasil está criando uma armadilha política para o governo, que será cobrado, na próxima eleição, a respeito da alta taxa de desemprego. Não defendemos que há um *trade-off* entre uma ou outra meta. Pelo contrário, mostraremos que um grande risco da

política de *inflation targeting* é atingir ambas negativamente, isto é, gerar a *estagflação* – o desemprego e a inflação –, com a taxa de inflação superando o limite superior do intervalo. Outra possibilidade é gerar ou agravar a *deflação* – com a inflação ficando aquém do limite inferior.

1 Abordagem convencional do mecanismo de transmissão da política monetária

As autoridades econômicas brasileiras têm anunciado que o *inflation targeting* substitui a “âncora” cambial anterior. A propósito, cabe salientar que, de acordo com os critérios monetaristas de avaliação da política monetária, propostos por Friedman (1997), manter a taxa de câmbio real como referência básica dessa política, na ausência de coordenação de políticas macroeconômicas dos principais bancos centrais, era ter, de fato, um guia errático. Mas segundo esses mesmos critérios, a taxa de inflação também seria um “alvo” problemático. O problema em adotar essa taxa como meta de política econômica, segundo o mencionado autor, é que a relação entre a ação da autoridade monetária e o nível de preços, embora ocorrendo, é *mais indireta* que a ligação entre a política praticada por esta autoridade e qualquer dos agregados monetários.

A propósito, o uso da taxa de juros nominal de curto prazo como instrumento principal para perseguir a meta inflacionária também sofre reparos por parte dos monetaristas. As taxas de juros nominais seriam um mau indicador do caráter “contracionista” ou “expansionista” da política monetária porque existiriam diferenças entre as conseqüências *imediatas* e *atrasadas* desta política. A evidência empírica, segundo Friedman, revela que baixas taxas de juros (nominais) são um sinal que a política monetária foi contracionista – a quantidade de moeda estava crescendo lentamente. Altas taxas de juros, por sua vez, são um sinal de que a política monetária foi expansionista – a quantidade de moeda estava crescendo mais rapidamente que o nível da produção.

Desse ponto de vista, a condução da política monetária apresentaria um aparente paradoxo. O problema é que a autoridade monetária, para assegurar *baixas taxas de juros nominais*, deveria partir, aparentemente, em direção oposta, engajando-se numa política monetária “deflacionista”, isto é, adotando uma taxa de juros ainda mais alta. As *altas taxas de juros nominais* (acima da taxa de inflação)

no presente, refletiriam uma política “inflacionária” no passado, ou seja, com baixas taxas de juros.

O que Friedman acentua nesse raciocínio é o problema da “ilusão monetária”, isto é, da defasagem de percepção, por parte dos agentes econômicos, sobre as variações de *preços relativos* (afetados de maneira heterogênea pela elevação da taxa de juros) e as do *nível geral de preços*. Mostraremos, mais adiante, na prática de formação de preços, no varejo brasileiro, a dificuldade de perceber (e distinguir) as variações *nominais* e as *reais*.

Além da difícil tarefa de convencer a opinião pública, durante um regime de inflação alta, de que, mesmo que na aparência a taxa de juros nominal esteja elevadíssima, de fato não está suficientemente alta em termos reais, o uso desse instrumento – a taxa de juros – passa por outros problemas. Por exemplo, uma demora na resposta dos condutores da política de taxa de juros às mudanças na economia, tende a converter os *esforços discricionários estabilizadores* em *desestabilizantes*. Tais defasagens podem constituir-se em fator desestabilizador da economia (cujas condições já teriam se alterado), quando começam a surtir efeito as ações de política econômica (Costa, 1999, cap. 9).

Ignorando um espectro mais heterodoxo do pensamento acadêmico, a literatura *mainstream* contemporânea postula que, no debate econômico dos últimos anos, ter-se-ia chegado a um consenso de que uma política monetária ativa, visando estimular a produção e o emprego além de um nível “sustentável”, levaria a mais inflação, mas não a níveis persistentemente superiores de produto ou de emprego (Mishkin & Posen, 1997). E tal consenso sustentaria o comprometimento generalizado de bancos centrais com a estabilidade de preços.

Entre os “pilares teóricos” desse comprometimento estaria, em primeiro lugar, a contribuição – aqui já mencionada – de Friedman, apontando os efeitos defasados e algumas vezes contraprodutivos da política monetária, que podem levar a economia a desviar-se da sua “rota de equilíbrio”, sobretudo quando a política não é clara para os agentes. Em segundo lugar, estaria a aceitação geral de que não há *trade-off* de longo prazo entre inflação e desemprego. Isto é, a Curva de Phillips seria vertical no longo prazo, a partir do momento em que os agentes não estão mais “iludidos” pela elevação nominal dos preços e salários.

O terceiro argumento a sustentar o “consenso” está relacionado ao chamado *problema da inconsistência temporal* da política monetária. Tal *inconsistência* ficaria evidente ao incorporar-se, no pensamento macroeconômico, uma hipótese de

formação de expectativas prospectiva e maximizadora de informação, tal como a hipótese das expectativas racionais. Seria um equívoco, desse ponto de vista, imaginar que as expectativas dos agentes quanto ao comportamento futuro dos preços não se alteram quando a autoridade monetária modifica os rumos de sua política. O comportamento dos que definem salários e preços seria influenciado pelas expectativas a respeito da consistência futura da política monetária com outros instrumentos de política econômica – por exemplo, o endividamento do setor público. Os agentes reagem a uma política monetária que, previsivelmente, tornar-se-á expansionista no futuro, e elevam salários e preços já no presente. Se as autoridades insistirem na tarefa de tentar “iludir” os agentes, terão como resultado não um nível maior de produto e emprego, mas apenas uma taxa de inflação mais elevada.

O quarto desenvolvimento teórico que sustentaria o comportamento atual dos bancos centrais seria o reconhecimento de que a estabilidade de preços gera um ambiente econômico mais eficiente, pois há custos econômicos relacionados à inflação. Apesar destes serem muito maiores com taxas de inflação elevadas (usualmente definidas como além de 30% ao ano), trabalhos recentes apontariam que existem custos substanciais mesmo com taxas baixas.

No que diz respeito à definição dos *targets*, a literatura contemporânea afirma que, apesar da escolha de agregados monetários apresentar, de acordo com o que já apontara Friedman, vantagens sobre outros “alvos”, tais vantagens só se sustentariam de fato se a velocidade de circulação da moeda fosse constante, o que não tem se verificado.⁴ Entre as vantagens do *inflation targeting* estaria, por exemplo, prover uma “âncora nominal” para a trajetória dos preços, além de ser facilmente compreensível pelo público. Essa “transparência” elevaria seu potencial para promover expectativas de taxas de inflação baixas, o que ajudaria a atingir os resultados desejados. O *inflation targeting* também reduziria a pressão sobre as autoridades monetárias para promover, no curto prazo, políticas que visem elevar o nível de produto e de emprego.

Relativamente à âncora cambial, o *inflation targeting* preserva a independência da política monetária do país, permitindo às autoridades um melhor

(4) As vantagens tradicionalmente arroladas seriam: 1) maior facilidade e rapidez de controle por parte do BC sobre determinados agregados monetários, sobretudo os mais restritos; 2) capacidade de controlar o comportamento dos agregados acuradamente, com pouca defasagem; 3) maior transparência na condução da política monetária, já que o comportamento do agregado é quase que instantaneamente verificado, o que informaria tanto o público quanto os próprios *policy makers*; 4) a transparência do agregado monetário tornaria o BC mais responsável por manter a inflação em níveis baixos.

gerenciamento dos “choques”, internos e externos. Relativamente a um *target* de agregados, sua vantagem é não incorrer nos problemas causados pela instabilidade na velocidade de circulação da moeda, por exemplo, devido às inovações financeiras, que dificulta o *link* com o agregado monetário.

Entre as importantes desvantagens associadas ao *inflation targeting*, aponta-se os efeitos incertos da política monetária sobre a inflação. Conforme Mishkin & Posen,

“é muito mais difícil para os *policymakers* atingir um *inflation target* com precisão do que é, para eles, fixar a taxa de câmbio ou atingir um *target* de agregado monetário. Além disso, porque os efeitos da política monetária sobre a inflação são bastante longos – estimativas típicas apontam para mais de 2 anos nos países industrializados – muito tempo deve passar antes que um país possa avaliar o sucesso de uma política monetária em atingir sua meta inflacionária.” (1997: 14).

Inevitável observar que, apesar de advogar um consenso atual sobre a necessidade de uma política monetária focada na estabilidade de preços, a qual sustentaria a adoção de metas inflacionárias por parte de vários bancos centrais, a teoria *mainstream* não responde a questões cruciais que há muito foram colocadas por Friedman. A taxa de inflação não é um alvo passível de ser atingido *diretamente* pela política monetária, problema que só é agravado pela longa defasagem temporal entre a ação da política e seus efeitos finais.

Outra desvantagem potencial, apontada na própria literatura *mainstream*, é que a meta inflacionária pode ser encarada como uma regra rígida que exclui qualquer preocupação com estabilização do produto. Se o controle sobre a inflação for muito estreito, um eventual “choque de oferta” tenderá a ser amplificado por uma política monetária mais rígida, com repercussões negativas sobre a produção.

Um ponto que nos interessa analisar, particularmente, na literatura *mainstream* contemporânea, diz respeito aos mecanismos de transmissão juros – preços. Isso porque, embora sustente que a política monetária não produz efeitos duradouros sobre o produto, o *mainstream* afirma, sem comprovação, que a política monetária é eficaz – ainda que imprecisa – no controle dos preços. Caso contrário, a idéia de *inflation targeting* perderia completamente o sentido. Conforme argumenta Cecchetti (1999), todas as teorias que procuram explicar de que forma uma modificação na taxa de juros afeta a economia “real” têm um ponto inicial comum: a política monetária altera o nível de reservas bancárias. Contudo, para que esse “choque monetário” tenha efeito real sobre o produto, ainda que de curto prazo, é

preciso que haja algum tipo de rigidez de preços na economia, o que leva à discussão de mecanismos de transmissão.

A literatura novokeynesiana que trata dos obstáculos à flexibilidade dos preços nominais apóia seu argumento, basicamente, em alguma variante dos chamados “custos de menu”. Abordagens mais amplas dos “custos de menu” entendem que os custos efetivos de alterar preços transcendam a mera troca de etiqueta nos produtos, ou a impressão de novos “cardápios”. Inclui-se, também, toda a série de custos envolvendo a decisão a respeito da conveniência, ou não, de modificar os preços em virtude de um deslocamento da demanda: custos de elaborar e avaliar estudos sobre os impactos desta modificação de preços, custo de explicar aos consumidores a política de preços da firma, etc. (Romer, 1993).

Quanto aos mecanismos de transmissão, a literatura *mainstream* faz uma distinção entre a *visão monetária*, na qual o movimento da taxa de juros afeta o nível de investimento e a taxa de câmbio, e a *lending view*, na qual os intermediários financeiros têm um papel predominante na transmissão dos impulsos monetários para o produto e o emprego (Cecchetti, 1999).

A primeira visão – “tradicional” – é baseada na noção de que a redução na oferta de moeda “exógena”, e o conseqüente aumento da taxa de juros, eleva a taxa de retorno real mínima que viabiliza novos projetos de investimento. A primeira conseqüência seria uma redução no volume de investimentos, porque seriam excluídos aqueles cuja expectativa de retorno está abaixo da nova taxa de juros. No caso de uma economia aberta, com regime de câmbio flexível, uma elevação da taxa de juros também provoca apreciação da moeda doméstica, reduzindo a demanda externa por produtos domésticos .

A *lending view* tem duas faces. A primeira foca o impacto das modificações sobre os balanços dos tomadores, e a outra atenta para os empréstimos dos bancos. Em ambas, a eficácia das políticas depende das imperfeições no mercado de capitais – existência de assimetria de informações e problemas de *moral hazard*, por exemplo –, que torna *seletiva* a concessão de recursos, ou seja, o crédito relativamente mais fácil para algumas firmas.

Mas, de acordo com Cecchetti (1999), mais importante para a questão dos mecanismos de transmissão é o fato de que algumas firmas são dependentes de financiamentos bancários. Uma redução na quantidade de reservas força uma redução no nível de depósitos, com a conseqüente queda no volume de empréstimos. “Contudo, níveis inferiores de depósitos bancários terão um impacto

na economia real apenas enquanto existirem firmas sem uma fonte alternativa de fundos de investimento.”(Cecchetti, 1999: 6).

Já tendo analisado os argumentos teóricos do *mainstream*, os quais sustentariam a adoção de um regime de meta inflacionária, passamos agora à análise de uma literatura alternativa, focando mais no mecanismo de transmissão de variações na taxa de juros à formação de preços.

2 Abordagem alternativa do mecanismo de transmissão indireto

2.1 Método de desequilíbrio na teoria dos movimentos dos preços

Em sua tentativa de reformular a Teoria Quantitativa da Moeda, Wicksell teve que desfazer a *relação direta* entre a quantidade de moeda em circulação e o nível de preços. Como ponto de partida para explicar os movimentos do nível geral de preços, criou a abordagem através da oferta e demanda agregadas, desequilibradas via desajuste de juros. Porém, jamais deixou claro o que entendia por demanda e oferta de todos os bens.

Coube a Lindahl, economista da Escola de Estocolmo, desenvolver e sistematizar sua teoria da renda, definindo os agregados necessários à investigação do processo cumulativo. De acordo com essa interpretação, a relação entre o volume de meios de pagamentos e os preços se estabelece por intermédio do mercado de crédito. É o aumento ou diminuição da taxa de juros que, ao afetar o investimento, modifica o nível de renda e a demanda, repercutindo nos preços. A relação entre a quantidade de moeda e os preços ficou, na argumentação, reduzida a uma reação de tipo secundário – eles afastados em uma cadeia de acontecimentos –, que pode ser compensada, por exemplo, pelas variações na oferta de mercadorias, como resultado do aumento ou da diminuição do nível de produção.

Para Lindahl (1946), o ponto de partida do investigador econômico deve residir nos planos dos agentes. Quando existem muitos sujeitos econômicos, há muitos planos distintos em ação. Partindo dos planos vigentes em certo ponto do tempo, um economista pode explicar as ações que se apresentam com a análise microeconômica, e a totalidade do desenvolvimento (a macroeconomia) como resultado da interação destas ações e de fatores externos, como choques aleatórios ou inesperados. Portanto, o período durante o qual todos os planos permanecem invariáveis é, forçosamente, muito curto.

Quando, nesse curto período, os preços e as quantidades vendidas correspondem entre si, sob o ponto de vista não só do desejo dos compradores, senão também da vontade dos vendedores, pode-se falar de um *equilíbrio de curto prazo* no mercado. Em outros períodos, as expectativas dos vendedores ou dos compradores não se cumprem ao longo do processo. O desvio entre as expectativas e o curso real dos acontecimentos dá motivo a que se modifiquem os planos dos agentes. Neste caso, pode-se falar de um *desequilíbrio de curto prazo*.

Sob um ponto de vista dinâmico (e mais realista), deve-se distinguir entre duas classes de ações, que são o fundamento do processo de formação de preços. Por um lado, as ações mediante as quais os preços (referidos a bens ou serviços específicos, numa quantia determinada ou indeterminada) são *oferecidos* pelos vendedores aos compradores. Por outro lado, as ações pelas quais essas ofertas são *aceitas* pela outra parte (com freqüência numa extensão maior ou menor que a esperada pelos ofertantes). Ambas têm lugar em momentos do tempo definidos, porém as ofertas são válidas para um certo período de tempo, ou até novo aviso. Assim, *o processo de formação dos preços não é contínuo, sofre variações discretas*.

Uma alteração dos preços oferecidos por vendedores, ou dos preços aceitos pelos compradores, está, ordinariamente, combinada com alguma modificação do plano geral dos negócios. O anúncio de novos preços, por exemplo, por certo vendedor, induzirá os concorrentes a modificarem seus próprios planos de ação e, eventualmente, os preços por eles mesmos oferecidos. A aceitação (pelos compradores) dos preços oferecidos (pelos vendedores) pode ser referida ao período de tempo que segue imediatamente ao anúncio do preço oferecido, ou a um período posterior. Se essas transações não estão de acordo com as previsões (dos vendedores) conduzirão, em muitos casos, a uma nova modificação dos planos baseados nas frustradas previsões anteriores. Porém, as reações ordinariamente não são bruscas.

Com a Escola de Estocolmo, facilitou-se uma análise da evolução dinâmica dos preços, mediante a adoção da distinção entre cálculos realizados *ex ante* e *ex post*, ou entre cálculos expectacionais e retrospectivos. O fator mais importante a influenciar as decisões dos vendedores a variar seus preços, de um período ao seguinte, é o desvio entre as transações *previstas* e as *efetivadas*. Portanto, para Lindahl, as forças que geram os movimentos correntes dos preços são, principalmente, o excesso ou a carência da demanda prevista pelos vendedores ao fixarem, anteriormente, seus preços.

Até certo ponto, o preço é um fator determinado ao nível microeconômico, de maneira independente da oferta e da demanda agregada. Na teoria convencional, o preço de um determinado produto é determinado a partir das condições vigentes de oferta e demanda deste produto. Estas são concebidas, abstratamente, como independentes dos próprios preços que determinam, isto é, como se os custos e as rendas não fossem afetados pelas modificações dos preços nos mercados, até o período seguinte. Mas, de acordo com uma abordagem alternativa, pode-se obter relações de renda e custo – nas quais estão baseadas as curvas de demanda e oferta, respectivamente – coordenadas com o preço corrente. Segundo Lindahl, esta última abordagem seria uma posição de *equilíbrio temporal*, caracterizado pela interdependência entre os preços e as funções de oferta e demanda, durante o período.

Ao adotar como suposto básico que a quantidade de bens de consumo vendida é independente dos preços recebidos por eles, a teoria convencional assume um método de equilíbrio também convencional. Mas, na realidade, essa quantidade pode ser ajustada aos preços, ao menos parcialmente, por meio de variações no volume de estoques, característica do método do *fix price*, como veremos mais adiante. Numa análise mais realista do movimento dos preços correntes, é mais correto seguir o *método do desequilíbrio*, indicado anteriormente: aquele em que o desvio entre as expectativas e o curso real dos acontecimentos dá motivo a que se modifique os planos dos agentes.

A partir da *análise do processo cumulativo*, desenvolvida por Lindahl, investigaremos como as alterações da taxa de juros monetária afetam as expectativas e as decisões dos agentes econômicos, e quais os possíveis resultados macroeconômicos. As decisões empresariais possuem um caráter crucial.

A hipótese de uma sociedade atomizada implica que os agentes dificilmente possuem um conhecimento pormenorizado dos diversos comportamentos, na economia. Cada empreendedor ordena os diversos preços possíveis segundo a *lucratividade esperada*, ou seja, de acordo com suas expectativas sobre a compatibilidade de sua iniciativa com os futuros desejos e necessidades dos demais agentes, expressos no mercado. O banco central e o mercado bancário, ao estabelecerem o preço dos recursos necessários ao financiamento do capital de giro, cumprem a finalidade de ordenar, segundo essa *lucratividade esperada*, a viabilidade dos diversos preços considerados. O preço estabelecido nesse mercado monetário, a taxa de juros, surge também enquanto custo de oportunidade, uma

síntese das expectativas em relação ao estado geral dos negócios da economia. Supre, parcialmente, a deficiência informativa própria da sociedade atomizada.

2.2 Método do preço fixo em Hicks

Hicks apresenta *Valor e capital* (1984) como uma obra de construção de pontes, não tanto entre a micro e a macroeconomia (como normalmente se considera), mas entre o sistema neoclássico estático e os modelos dinâmicos, no qual se distingue devidamente o passado e o futuro, tema que mais o interessava na época. Deve muito do que obteve aos economistas suecos. De Myrdal extraiu a idéia de *equilíbrio temporal*, um momentâneo equilíbrio de mercado no qual as expectativas dos preços se tomam como dadas; foi Lindahl quem o ensinou a *unir seus equilíbrios temporais*.

Mas a contribuição mais importante de Hicks (1989), na área de métodos de análise dinâmica, foi publicada originalmente em sueco, num livro editado em homenagem a Eric Lindahl, só sendo publicada em inglês em 1982. O ensaio tenta expor a relação entre o método *ex-ante/ex-post* dos suecos e o método de Keynes. A idéia dos modelos dinâmicos é uma relação entre capital e tempo, analisando processos, mais do que resultados estáticos.

Segundo Hicks, um mercado *flex-price* é aquele onde o equilíbrio é estabelecido pela igualação da oferta e demanda, com a ajuda do jogo de mercado. Diferentemente, *mercados fix-price* são organizados e administrados. A idéia do *método flex-price* está no que Hicks chamou de *método de equilíbrio temporário*, enquanto *fix-price* é um *método de desequilíbrio*. Ao contrário do *método fix-price*, no *flex-price* não há preocupação com estoques, até porque o comportamento dos estoques é um indicador de manifestação do desequilíbrio. Contudo, o caminho para examinar o desequilíbrio é ter como referência o equilíbrio.

Com a idéia de equilíbrio temporário introduzida em *Valor e Capital*, Hicks tem em mente o que chama “Semana”.⁵ Define a *Semana* (para distinguir do *Dia* de Marshall) como “aquele período de tempo durante o qual as variações de preços podem ser desprezadas. Em termos teóricos, isso significa que se supõe uma variação de preços não contínua, mas a pequenos intervalos”. Na sua *Semana*, os mercados de *fix-price* não se equilibram via flutuações de preços. Os

(5) O conceito de equilíbrio permanece fundamental na análise hicksiana, particularmente na relação de ajustamento dos mercados com a passagem do tempo.

planejamentos, adotados numa *Semana* qualquer, não dependem somente dos preços correntes, mas também das expectativas dos planejadores quanto aos preços futuros. São expectativas de condições de mercado ou das escalas de demanda.

Hicks vê no método dinâmico de Lindahl a origem dos modelos *fix-price*. Nestes, as decisões de produção e fixação de preços são tomadas no início do período, com base nas expectativas. Ao longo do período, oferta e demanda se ajustam paulatinamente via estoques, com preços dados. Isto é, se há discrepâncias entre o nível de demanda *esperado* e o nível *efetivo*, os estoques se ajustam. Neste caso, ao final do período, o nível de estoques *observado* poderá ser diferente do *planejado* ou *desejado*. Uma discrepância deste tipo fará com que os produtores revejam suas expectativas. O *desequilíbrio de estoques* é o motor, ou pelo menos uma parte do motor, que impulsiona o processo. A interação entre expectativas e eventos correntes, e a influência de discrepâncias entre os dois sobre as decisões de produzir, período a período, tornam o modelo *fix-price* dinâmico.

Para Hicks, os mercados não-organizados, cujos preços são formados através de comerciantes intermediários, foram historicamente dominantes – embora existissem eventuais mercados organizados. Contudo, declinou bastante no século atual, tendo sido em grande parte substituída pelo que chama de *mercados com preço fixo*, nos quais os preços são determinados pelos próprios produtores (ou por alguma autoridade), e não por oferta e procura. Naturalmente, é certo que as *condições de custo*, e às vezes também as *condições de demanda*, afetam os preços que são fixados. Mas quando estas mudam, os preços não se alteram, automaticamente. Portanto, segundo Hicks, o tipo antigo de mercado não organizado, de *preço flexível*, estaria em via de extinção.

Pelo método de Hicks, as variações na demanda afetam o nível de preços dos produtos perecíveis ou não reproduzíveis. Mas numa economia capitalista em que as firmas são predominantemente *price-makers*, os preços não se ajustam a diferenças entre oferta e demanda planejada. Os vendedores fixam seus preços e deixam que as quantidades vendidas se determinem pela demanda. Mas, embora tanto fabricantes como comerciantes sejam, em sua maior parte, *fixadores de preços* [*price-makers*], ao invés de *tomadores de preços* [*price-takers*], os preços desempenham um papel de sinalização.

De acordo com essa abordagem, numa economia onde predominam mercados *fix price*, os preços se determinam pela *preferência pela liquidez do vendedor* ou, em outras palavras, por sua *disposição de conservar estoques*. Tal disposição, por sua vez, está sem dúvida orientada por suas expectativas quanto ao

estado futuro do mercado. Portanto, o preço se determina, a cada momento, pela condição de que a demanda de estoques iguale a oferta. Porém, à medida que leva-se em consideração um período de tempo apreciável, têm importância a entrada (e a saída) de caixa. Ainda que a inclinação a manter estoques (dependente da preferência pela liquidez) permaneça constante, um excesso da oferta sobre a demanda, no sentido do fluxo, aumentaria os estoques mantidos além da faixa de variação planejada, tendendo a provocar uma promoção via preços.

Nos *mercados de preços flexíveis*, o produtor só acumulará estoques quando crê que o preço que obterá, vendendo-os em algum período futuro, será melhor que o que poderia obter vendendo no presente, e compensará o custo de manutenção (e o risco de perda) desses estoques. Neste sentido, é voluntária a acumulação de estoques. O sistema estará sempre em equilíbrio, pois ainda que as demandas e ofertas de fluxos sejam desiguais, as demandas e ofertas totais (incluindo o que se agrega ou resta dos estoques) serão iguais todo o tempo. O *método dos preços flexíveis* é um *método de equilíbrio temporal*.

Ao contrário, o *método dos preços fixos* é um *método de desequilíbrio*. O acúmulo de estoques não é considerado (necessariamente) como voluntário, ainda que não se negue que uma parte possa ser voluntária. Num modelo de preços fixos, as demandas e ofertas não têm que ser iguais. Na verdade, não há nenhuma equação de demanda e oferta para determinar os preços. Isso não significa que os preços permaneçam constantes ao longo do tempo, ou de um período determinado ao seguinte; só se supõe que não mudam, necessariamente, sempre que a demanda e a oferta estejam em desequilíbrio.

Hicks (1989) chama a atenção que, embora uma *política simples de margem sobre o custo (mark-up)* seja, naturalmente, a mais fácil de manejar, pode-se modificar o modelo para admitir a formação de preços de acordo com *diversas políticas*. Num sistema de preços rígidos, os preços devem ser fixados, no curto prazo, de modo a cobrir custos normais. Quando, por exemplo, os salários, os preços dos fornecedores e/ou os juros são aumentados, os preços do varejo são, normalmente, aumentados de modo correspondente.

O autor demonstra que, num sistema de preços rígidos, os vendedores mantêm estoques e suas atitudes são determinadas por suas expectativas (incertas) de variações de preços particulares – inclusive taxa de juros – no futuro. Sugere assim, implicitamente, que as *expectativas de preços* devem estar presentes nos modelos construídos a partir de Keynes.

No próximo tópico, faremos uma análise do varejo brasileiro focada na discussão de mecanismos de transmissão juros – preços, tanto na seção que trata do desempenho recente do setor, quanto naquela que analisa a sistemática de formação de preços. O objetivo é tratar esse questão à luz da teoria aqui apresentada, com vistas à discussão posterior – na conclusão – da política de *inflation targeting*.

3 Mecanismo de transmissão do impacto da política monetária via juros: uma análise da formação de preços no varejo brasileiro

Os múltiplos fechamentos de empresas de varejo de todos os setores, no Brasil, têm sido atribuídos a sistemáticos erros de administração. Nossa hipótese explicativa, ao contrário, é que, ainda que haja componentes microeconômicos – má gestão –, o fenômeno é explicado considerando-se também os fatores macroeconômicos. Não seria razoável imaginar que uma epidemia de incompetência tenha assolado todo o grupo dos empresários brasileiros do comércio. Para discutir essa questão, e com vistas a ilustrar o impacto das políticas econômicas, sobretudo a política monetária, sobre as empresas de varejo, realizemos um exame sucinto do desempenho recente do setor.

Fatores de “longo prazo”, conseqüências das mudanças econômicas e sociais no país, têm influenciado o desempenho do varejo. Entre estes fatores, o processo de urbanização e concentração populacional, o crescimento e a concentração da renda e a “massificação” de um consumo popular. Tais acontecimentos provocaram mudanças significativas nos padrões de consumo, o florescimento de novos formatos de estabelecimentos comerciais e a inadequação de formas prévias de comercialização. Assim, cresceram os *shopping centers*, as lojas especializadas e em redes, os supermercados e os hipermercados. Paralelamente, desenvolveu-se o auto-serviço e ocorreu a descentralização geográfica das atividades comerciais.

O setor de varejo caracterizava-se pelo baixo investimento de capital próprio e elevado grau de alavancagem. Esse endividamento se fazia, tipicamente, via fornecedor, através da compra a prazo – e, em muitos casos, sem os necessários cuidados na administração das taxas de juros embutidas nesses financiamentos e no tempo de rotação dos estoques, como discutiremos mais adiante. Essas características tornaram o setor permanentemente frágil do ponto de vista financeiro, e extremamente sensível às variações de conjuntura. A peculiaridade da

situação do varejo brasileiro é enfrentar as freqüentes e bruscas flutuações de política econômica, em prazos muito curtos. Essas mudanças causam insanáveis fragilidades financeiras que, confrontadas com novos choques macroeconômicos, redundam em “quebras” das suas empresas.

3.1 Fatos estilizados: o comportamento nas decisões de preço do varejo frente aos “choques” de política

A edição do “Plano Collor”, em março de 1990, debilitou fortemente as empresas do setor. Uma peculiaridade deste plano é que, ao contrário de anteriores, não foi determinada uma “tablita”. Esta era uma necessidade lógica dos planos de estabilização, dadas as peculiaridades do regime de formação de preços que se desenvolveu num ambiente de alta inflação. A “tablita” era uma tabela de desconto que se aplicava às contas a pagar e aos preços de custo para expurgar a inflação neles embutida, quando ocorria o “congelamento” de preços.

É da prática comercial os comerciantes comprarem a prazo e praticarem preços à vista descontados os juros mercantis implícitos nos preços a prazo oferecidos pelo fornecedores. Os juros mercantis são uma variável fundamental nas decisões de preço. Trazer o custo nominal a valor presente, com uso rigoroso de cálculos financeiros ou com qualquer “regra de bolso”, era o que permitia, em regime de alta inflação, a prática de preços “aparentemente abaixo do custo”. Era comum, nessas circunstâncias, que o preço de venda à vista ao consumidor fosse mais baixo, nominalmente, que o preço (a prazo) de custo do vendedor. Um exemplo poderá tornar o argumento mais claro.

Imaginemos que uma empresa comprasse uma mercadoria por \$200 para pagamento em 30 dias, e que a expectativa fosse de inflação mensal de 100%. Se a mercadoria fosse vendida no primeiro dia, era financeiramente racional que o preço praticado fosse, por exemplo, \$150, preservando uma margem de lucro “normal”, ou tradicional. A “diferença negativa” poderia ser coberta, por exemplo, pela aplicação dos recursos (obtidos na venda), no mercado financeiro, a uma taxa de juros real positiva. Se esta fosse nula (taxa de juros nominal igual à taxa de inflação), a receita total de \$300 permitiria uma margem de lucro de 33%.

Na eventualidade de um “congelamento” de preços e da adoção da “tablita”, e supondo uma correspondência exata entre o fator de deflação da tablita e o indexador aplicado aos seus preços, a empresa se veria na seguinte situação. As

“contas a pagar” (\$200) seriam reduzidas para \$100, o seu preço de custo de reposição, para futuras compras, também seria fixado em \$100, e o seu preço de venda congelado em \$150. Nessas circunstâncias, o “congelamento” seria neutro para a empresa em questão, porque sua margem de lucro (33%) seria mantida, mesmo que os preços de compra e venda fossem alterados em termos nominais.

A inexistência da “tablita” – caso do Plano Collor – modifica drasticamente a situação. Voltando ao nosso exemplo: enquanto o preço de reposição (custo) fica “congelado” em \$200, o preço de venda ao consumidor torna-se aquele praticado no momento, isto é, \$150. Além disso, o valor do “contas a pagar” fica nominalmente inalterado, em \$200, que equivale a um acréscimo de 100% em termos reais. Em outras palavras, não se confirma a “corrosão inflacionária” do custo (ou a oportunidade de ganho financeiro) esperada, quando se estabeleceu a negociação de compra. Como consequência da ruptura do sistema de crédito comercial, o varejo teve que se defrontar com uma redução apreciável das margens e um aumento significativo do endividamento real de curto prazo junto ao sistema de crédito bancário – para poder suportar essa redução de margem. Isto num contexto de forte depressão do consumo, que se seguiu ao confisco de liquidez da economia.

A partir de então, as empresas do setor iniciaram um esforço de recuperação, mas muitas não resistiram. Algumas “sobreviventes” acumularam fragilidades financeiras – elevado grau de endividamento de curto prazo, a custos incompatíveis – que as comprometeriam definitivamente. Processos de reestruturação, *downsizing*, reengenharia, e mesmo o encerramento de empresas, foram comuns a partir de então.

A edição do Plano Real, em julho de 1994, trouxe, inicialmente, fôlego ao setor, pelo estímulo às vendas com a queda da inflação e o aquecimento inicial no nível de atividade, devido à “bolha de consumo”. Além disso, a introdução da URV tornou desnecessária a discussão em torno da aplicação ou não da “tablita”, com as distorções decorrentes. No entanto, a política econômica continuou a sancionar os juros reais altos, principalmente após o agravamento do déficit do balanço de transações correntes e a necessidade crescente de atrair capitais estrangeiros para cobri-lo.

Outro ponto importante a considerar, nesse contexto, diz respeito ao comportamento do consumidor frente a uma alteração drástica do regime de inflação. Com a *taxa de inflação alta* e os *juros reais elevados*, as vendas a crédito caem porque as prestações tornam-se impagáveis. Por exemplo, considerando o

valor de um bem \$1.000 e uma taxa de juros nominal de 70% ao mês, numa compra em 12 parcelas mensais (a primeira paga em 30 dias), o valor de cada prestação seria \$701,20. A percepção de que a diferença entre o preço à vista e o valor da prestação mensal poderia ser coberta já no pagamento da segunda parcela, inibe a compra a prazo.

Em épocas de *inflação não tão alta*, observa-se a predominância de um outro comportamento do consumidor assalariado, de acordo com a expectativa em relação a seu *cash flow* [fluxo de caixa]. Quando o salário tem indexação (pós-fixada) e a prestação do crediário é pré-fixada, o comprador compromete uma parcela maior do seu salário com a prestação, durante os primeiros meses. No primeiro aumento de salário, a situação muda. Provavelmente, a última prestação pouco pesa. Tomando os mesmos dados do exemplo anterior, mas uma taxa de juros nominal de 30% ao mês e correção salarial a cada três meses, tem-se uma prestação de \$313,45. Para um salário de \$1.000, o comprometimento inicial da renda é de 31,3%. No 4º mês, com o salário corrigido para, pelo menos, \$2.000 (supondo uma inflação estabilizada em 26% ao longo de 3 meses, sendo repassada integralmente aos salários no final deste período), o comprometimento cai para 15,7%.

Numa terceira situação, com a *eliminação brusca da inflação* – caso do Plano Real – as prestações parecem cair repentinamente. Esta “ilusão” afeta o comportamento dos consumidores acostumados a ambientes cronicamente inflacionários. Retomando os dados do exemplo anterior, mas supondo agora uma taxa de juros no crédito ao consumidor de 10% ao mês, a prestação mensal é \$146,76. Ainda conservando a memória inflacionária, o consumidor imagina que pode elevar o comprometimento de sua renda mensal com a prestação: em vez de comprar \$1.000 a prazo resolve, por exemplo, comprar o dobro, isto é, \$2.000. Nessa circunstância, a nova prestação é de \$293,53, mantendo um comprometimento de renda (29,35%) semelhante ao inicial anterior – isto é, o que tinha em ambiente de inflação mais elevada. Mas como os salários deixam de ser corrigidos, essa parcela relativa não é aliviada em nenhum momento. Isso significa um maior comprometimento médio real da renda, aumentando o risco de inadimplência.

Levando-se em conta esse comportamento desencadeado pelo Plano Real, o quadro, para o varejo, passou a ser a perversa combinação de retração econômica e queda do consumo – decorrentes tanto do processo de mudanças estruturais nas empresas, desempregando na busca de redução de custos e maior produtividade,

como de taxas de juros muito elevadas. O desemprego, resultado desse quadro recessivo, é a maior causa da inadimplência, no varejo. A consequência é a elevação do grau de fragilidade que já vinha se manifestando nas empresas do setor, em função do aumento da inadimplência, redução das vendas e das margens pela maior concorrência, dificuldade de obtenção de créditos etc.

3.2 O impacto da taxa de juros nos preços do varejo: um “case” para a análise dos mecanismos de transmissão

Entender corretamente o processo de formação de preços no varejo requer, de um lado, analisar a relação entre preço à vista e preço a prazo, manifesta tipicamente na negociação entre varejista e fornecedor. De outro lado, cabe avaliar, no âmbito da empresa, a relação entre “rotação de estoques” e “prazo de pagamento”. Nossa *hipótese* é que, para compreender o efeito que as modificações na taxa de juros trazem para os preços – portanto, para alcançar a meta inflacionária – é fundamental que se analise o funcionamento do mecanismo de formação de preços no varejo, articulando os níveis micro e macroeconômico.

Uma idéia fundamental é que a *margem operacional* da empresa compreende tanto os ganhos estritamente financeiros quanto os de qualquer outra natureza, decorrentes de saldos de caixa oriundos da possibilidade da rápida “rotação de estoques”, em comparação com os “prazos de pagamento” recebidos dos fornecedores. Se, no agregado, a empresa tiver um tempo de rotação de estoques mais breve que o prazo médio de pagamento, pode-se inferir que a conta de mercadorias está gerando caixa. O resultado da aplicação financeira desse caixa deve, rigorosamente, somar-se à margem bruta operacional. O inverso também é verdadeiro: se o tempo do giro dos estoques for superior ao prazo médio de pagamento, a empresa estará necessitando aplicar capital próprio ou de terceiros para financiar estoques. O custo desses recursos é uma dedução da margem operacional.

Também devemos chamar atenção para mais uma característica do processo de formação de preços no varejo. Muitas vezes, o empresário do varejo considera o “prazo de pagamento” como a variável mais importante na negociação com os fornecedores, e não a taxa de juros mercantil cobrada por esse prazo. É comum os empresários considerarem os prazos de pagamento como “ativos da empresa” – talvez pela ilusão de ter obtido “mais tempo” para a composição de sua

margem de lucro. Por isso as negociações são orientadas, muitas vezes, no sentido de ampliar ao máximo esses prazos, e não para a obtenção do menor custo a “valor presente”. A tradição também faz com que o fornecedor, freqüentemente, não explicita a verdadeira taxa de juros, via descontos por antecipações de pagamento. Tais características fazem com que a lógica financeira de decisões de preço nem sempre seja aplicada com o devido rigor.

Para entendermos melhor a dinâmica do processo de formação de preços no varejo, podemos ilustrá-lo com um exemplo estilizado. Consideremos uma taxa de “custo do dinheiro” (juro nominal e/ou custo de oportunidade) de 20% ao mês. Imaginemos que, para um determinado produto, ficou contratado, entre o varejista e seu fornecedor, um preço nominal de \$100, para pagamento em 60 dias. Poderíamos supor, a partir daí, que o preço de venda final seria formado com a adição de um *mark up* sobre o preço de compra de \$100. Esse *mark up* é definido para que a empresa, considerado o seu “mix” de vendas e eventuais “quebras” (perdas ou prejuízos), atinja uma determinada margem bruta de lucro em suas vendas. Seguindo essa *rationale*, e supondo que coubesse ao produto em questão uma *margem de lucro* de 25%, isto é, que $\frac{1}{4}$ do preço fosse lucro, o preço ao consumidor seria fixado em \$133,33. Mas esta prática, provavelmente, deixaria a empresa com preços não aceitos pelo mercado, pois estaria acima dos preços praticados pela sua concorrência. Vejamos o porquê.

Rigorosamente, o *preço de custo real* de cada mercadoria é o *preço nominal descontado à taxa de juros vigente*, entre o dia previsto para pagamento e a data em que a análise de custos está sendo realizada. Tem de se considerar o *juro financeiro* como o custo de oportunidade na formação do *juro mercantil*. Retomemos o exemplo acima, para tornar mais claro o argumento. Quando a mercadoria em questão, com custo nominal de \$100, é entregue no estabelecimento do varejista, começam a ser contados os 60 dias para o efetivo pagamento. Nesta data inicial, o preço de custo real, ou seja, o “valor presente” da mercadoria, é \$69,44, descontando-se o preço nominal a ser pago em 60 dias (\$100) à taxa de juros mensal de 20%, já informada.

Se a margem de lucro pretendida fosse de 25% do preço de venda, para o “primeiro dia” de oferta daquela mercadoria na loja, o preço à vista deveria ser de \$92,58 ($\$69,44/0,75$), e não \$133,33. Este exemplo ajuda-nos a compreender e a desvelar o “mito” de que, em ambiente de elevadas taxas de juros e/ou de inflação,

as empresas de varejo vendem “abaixo do custo”. O *custo nominal final* será de \$100,00, mas o *custo real* – que é o que importa – é de \$69,44, naquele dia.⁶

Como já apontamos anteriormente, outro ponto importante a analisar no processo de formação de preços do varejo diz respeito à relação entre rotação de estoques e prazo de pagamento. Isso porque, a partir do momento em que foi recebida, a mercadoria pode ser vendida em uma das seguintes situações:

- (a) imediatamente, isto é, no primeiro dia;
- (b) em algum dia intermediário, antes do vencimento da dívida;
- (c) após o pagamento da dívida. Retomemos o nosso exemplo.

No caso (a) de *venda imediata*, a empresa terá em caixa os \$92,58, uma dívida a pagar de \$100, em 60 dias, e almeja pelo menos manter a margem de lucro no valor final a ser pago. No exemplo, busca no mínimo uma margem de lucro de 25%, ao final dos 60 dias. Deve ficar claro que, se nada for feito em termos de aplicação dos recursos, quando a dívida vencer restará uma *margem negativa*, em termos nominais, de -\$7,42 (\$92,58 -\$100).

Para realizar a *margem de lucro* desejada, torna-se necessário que o caixa obtido com a venda (\$92,58) seja aplicado de forma a gerar o necessário “complemento” (mínimo) de \$40,75 (\$133,33 - \$92,58). Isto poderá ser feito de algumas formas, entre elas: 1) negociar com o fornecedor a antecipação do pagamento com desconto; 2) negociar antecipações “compensatórias” com outros fornecedores; 3) utilizar os recursos obtidos com a venda imediata para financiar vendas a prazo, com juros, ao consumidor; 4) comprar outras mercadorias à vista; 5) investir em novos negócios, se houver confiança de que o mecanismo poderá gerar um fundo disponível permanente; ou 6) aplicar no mercado financeiro, se a “taxa de aplicação” for superior à “taxa de custo” de 20%.

Do ponto de vista da gestão microeconômica, é uma noção básica a de que o resultado da aplicação dos excedentes de caixa faz parte da margem operacional, não podendo ser desta dissociada. Os ganhos advindos de aplicações no mercado financeiro podem, em determinadas circunstâncias, ser insuficientes para completar a “margem de lucro desejada”, pelo fato de as taxas que remuneram as aplicações serem muito inferiores à taxa de juros representativa do custo de crédito, inclusive do crédito do fornecedor.

(6) O argumento seria o mesmo caso o varejista comprasse à vista do fornecedor, mas financiasse suas aquisições no mercado bancário de crédito.

Para a hipótese (b) – *venda em qualquer dia antes da data de pagamento* – a empresa deveria estabelecer mecanismos de atualização do custo e do preço de venda. A cada dia deveria ser incorporado ao estoque remanescente o “aumento de custo”, equivalente ao juro de um dia. É como se este estoque fosse “recomprado”, diariamente, por um preço mais elevado. A mercadoria estocada vai ficando mais cara a cada dia – é o chamado *custo de carregamento do estoque*. Aumentando-se este custo, dever-se-ia também, teoricamente, aumentar o preço de venda, para manter a margem pretendida.

Retomemos o nosso exemplo, agora para uma mercadoria vendida no 30º dia. Neste ponto, o custo da mercadoria estará em \$83,33 (valor presente, nessa data, de \$100, descontado à taxa de 20%) e o preço de venda deverá ser de \$111,10 ($\$83,33/0,75$), para obter a margem de lucro operacional de 25% ($\$27,77/\$111,10$). A partir daí, tudo se passa como no exemplo da mercadoria vendida no primeiro dia.

É claro que a possibilidade de reavaliar, periodicamente, custos e preços, dependerá de vários fatores. Em primeiro lugar, de fatores que podemos denominar de mercadológicos, relacionados à insatisfação dos clientes com freqüentes alterações de preços, aos preços dos concorrentes, etc. Adicionalmente, existem custos operacionais para alterar os preços, que dizem respeito à manutenção dos sistemas de administração de preços e de suas alterações nas lojas – é o que a literatura econômica tem chamado de “custos de menu”. Além desses, fatores que podemos chamar de legais e/ou institucionais também podem inibir modificações. Por último, devemos arrolar fatores econômico-financeiros, tais como a magnitude das taxas projetadas de juros e de inflação, as alternativas de aplicação de caixa para os prazos em questão, o fato da demanda agregada estar em expansão ou em retração, etc. A propósito, quando a previsão for de baixas taxas de juros e de inflação, poderá ser ampliada a periodicidade de revisão de preços. A dedução lógica é que o uso do instrumento taxa de juros não poderia estar submetido a uma volatilidade abrupta, pois transmitiria, imediatamente, um choque inflacionário ou deflacionário.

A terceira situação possível (c) – *a venda após o vencimento da duplicata* – implicará em uma nova análise financeira de alternativas. A mercadoria em estoque continua a ter o seu custo acrescido a cada dia e, em tese, o preço de venda também deveria ser reajustado, correspondentemente. Devem ser estudadas as hipóteses de: a) redução do preço para liquidar o saldo de mercadorias existentes, se for concluído que o mercado não sancionará elevações de preços equivalentes ao custo

financeiro de manutenção do estoque; b) renegociação com fornecedor para devolução da mercadoria, prorrogação de prazos e redução da taxa de juros dessa extensão de prazo; c) obtenção de outra fonte de recursos para financiamento dos estoques. Nesse caso, os custos financeiros incorridos na manutenção de estoques representam deduções à margem bruta, da mesma forma que as eventuais receitas representam acréscimos.

Conclusão

Ao anunciar a adoção de um novo *regime monetário*, o governo vem chamando a atenção para a maior eficiência em relação a um suposto sistema anterior, que funcionaria em dois estágios: anunciava-se uma meta para os agregados monetários para, a partir dela, causar um impacto nas expectativas a respeito da inflação. O argumento é de que, com a adoção do *sistema de meta de inflação*, vai-se diretamente ao objetivo prioritário da política econômica.

O *mainstream* parece estar adotando, agora, a reformulação de Wicksell na Teoria Quantitativa da Moeda, percebendo o impacto maior do mecanismo de transmissão *indireto* sobre o nível dos preços. Abandona, assim, no plano retórico, o *controle direto de agregados* – ainda que na prática esse abandono já tivesse sido feito, ou que isso tenha sido de fato pouco perseguido – privilegiando o *manejo direto dos juros*.

A justificativa oficial é que as metas são explícitas, transparentes, o que permitiria à sociedade e ao governo avaliar e cobrar a atuação do Banco Central. Nos termos do presidente da instituição, Armínio Fraga, o sistema de metas inflacionárias será “um antídoto contra o populismo”, sinônimo, para a diretoria do BC, de irresponsabilidade econômica. Como o governo se comprometerá com a persecução de uma determinada taxa, qualquer alteração na política macroeconômica que daria sustentação a esse objetivo teria que refletir-se em alteração da meta. Do ponto de vista da sociedade, ficaria claro o “preço a pagar” por um aumento, por exemplo, do déficit público.

Segundo o discurso oficial que preside a adoção desse sistema, o esforço do governo para reduzir a inflação não pode, de modo algum, ser considerado como algo contrário ao crescimento econômico, ainda que, no curto prazo, possa parecer uma política recessiva. Não se trata de preocupar-se com a inflação em si, advogam seus propositores, mas de criar condições favoráveis a um crescimento econômico

que seja sustentável ao longo do tempo. Para o presidente do Banco Central do Brasil, Armínio Fraga, “esse conceito de política macroeconômica hoje em dia é universal, de esquerda, de direita, enfim, é dominante” (*Gazeta Mercantil*, 1999). Será que a esquerda, hoje, não prioriza o crescimento econômico e, conseqüentemente, a diminuição do desemprego?

Na análise dinâmica da economia, Hicks trata da irreversibilidade do tempo: o tempo só avança, nunca retrocede. Uma das conseqüências principais dessa irreversibilidade é que não podemos “ir ao futuro, observá-lo e retornar”. Da mesma forma, o passado está ultrapassado, terminado para sempre; está dado e não se pode mudá-lo. Entretanto, o passado tem a virtude de que podemos conhecê-lo. Infelizmente, o passado (assim como os próprios registros do presente) é um guia precário para indicar o futuro da economia. A dedução é que não há modelo econométrico de previsão que, utilizando-se de séries temporais, aponte as defasagens e os resultados possíveis com precisão.

A taxa de juros não influi somente na demanda agregada. Pressiona diretamente, também, como vimos, o custo financeiro do endividamento (inclusive no crédito de fornecedores) e o custo de oportunidade na formação de preço. Em outras palavras, uma oscilação brusca da taxa de juros – por exemplo, em resposta a um *choque externo* – poderá, imediata e contraditoriamente, provocar ou um *choque inflacionário* (com predomínio do *efeito custo* no mecanismo de transmissão), ultrapassando largamente a meta, ou um *choque deflacionário* (com predomínio do *efeito demanda*), não alcançando nem a faixa de tolerância e agravando a recessão.

A diretoria do Banco Central do Brasil tem de ter a honestidade intelectual de reconhecer que não possui onipotência em matéria de alcance de meta inflacionária. Se passar uma falsa imagem, ou pior, se acreditar ser onipotente, seu inevitável fracasso político a derrubará. A política de juros sempre será muito mais *arte* do que *ciência*.

Referências bibliográficas

CECCHETTI, Stephen G. Legal structure, financial structure, and the monetary policy transmission mechanism. *FRBY Economic Policy Review*, 1999.

COSTA, Fernando Nogueira da. *Economia monetária e financeira: uma abordagem pluralista*. São Paulo: Makron Books, 1999.

- FRIEDMAN, Milton. O papel da política monetária. In: CARNEIRO, Ricardo (Org.). *Clássicos da economia*. 2. ed. São Paulo: Ática, 1997. (Original de 1968).
- HICKS, John. *Valor e capital*. São Paulo: Abril Cultural, 1984 (Original de 1939).
- _____. *Métodos del análisis dinámico*. Dinero, interés y salarios. México: Fondo de Cultura Económica, 1989. (Original de 1982).
- LINDAHL, Eric. *Estudios sobre la teoría del dinero y del capital*. Madrid: M. Aguilar, 1946. (Original em inglês de 1939).
- MISHKIN, Frederic S., POSEN, Adam S. Inflation targeting: lessons from four countries. *FRBY Economic Policy Review*, Aug. 1997.
- ROMER, David. The new keynesian synthesis. *Journal of Economic Perspectives*, v. 7, n. 1, Winter 1993.
- UM SISTEMA de bandas para a inflação. *Gazeta Mercantil*, p. A-1 e B-3, 14-16 maio 1999.