

O comportamento recente dos agregados monetários no Brasil: a política monetária é realmente contracionista?

José Luís Oreiro*

Em setembro de 2004, o Banco Central do Brasil (BCB) iniciou um ciclo de elevação da taxa nominal de juros (Selic) com o declarado objetivo de conter as pressões inflacionárias que, na avaliação dos membros do Copom, estavam pondo em risco a obtenção das metas de inflação para o biênio 2004-2005. O movimento de elevação gradativa da taxa de juros – finalmente interrompido em junho de 2005 – foi duramente criticado por diversos economistas e por representantes do setor produtivo da economia, os quais não enxergavam as “pressões inflacionárias” que supostamente estavam em curso na economia brasileira e que obrigariam as autoridades monetárias a ajustar a taxa básica de juros. Independente da validade ou não das críticas levantadas contra a decisão tomada pelo BCB, o presente artigo levanta uma outra questão que, via de regra, tem sido deixada de lado pelos críticos da forma de condução da política monetária pelo BCB, qual seja: a efetividade da taxa de juros básica como instrumento de contenção das pressões inflacionárias oriundas de um crescimento da demanda agregada à frente da capacidade de produção da economia.

Como é bem sabido, no regime de metas de inflação o instrumento básico da política monetária é a taxa básica de juros. Em outras palavras, o Banco Central fixa periodicamente o valor da taxa de juros tendo em vista o objetivo de garantir a convergência no médio prazo (1 ou 2 anos, dependendo do país) da taxa de inflação ao valor estipulado como meta para a referida variável. Nesse sistema, a meta da política monetária é a taxa de inflação, de forma que não há nenhuma outra meta nominal a ser atingida pelo Banco Central; particularmente, as autoridades monetárias não definem metas para o crescimento dos agregados monetários (M1, M2 ou M3).

A inexistência de metas para o crescimento dos agregados monetários revela a ocorrência de um consenso entre os economistas acadêmicos e presidentes dos Bancos Centrais sobre dois pontos: (i) os controles sobre o ritmo de crescimento dos agregados monetários tal como defendido por Milton Friedman e pela velha escola monetarista de Chicago são *inócuos* num ambiente caracterizado por um fluxo contínuo de inovações financeiras, ou seja, o sistema financeiro é capaz de continuamente criar mecanismos pelos

* Professor do Departamento de Economia da Universidade Federal do Paraná (UFPR). Pesquisador do CNPq. Endereço eletrônico: joreiro@ufpr.br. Página pessoal: <http://www.joseluisoreiro.ecn.br>

quais as restrições impostas pelo Banco Central à expansão dos agregados monetários sejam burladas; (ii) mesmo que o Banco Central fosse capaz de controlar de forma satisfatória o ritmo de crescimento dos agregados monetários, a instabilidade observada na velocidade de circulação da moeda a partir dos anos 1970, em quase todos os países do mundo, torna a relação entre moeda e inflação muito tênue para fundamentar uma política de controle da inflação com base na fixação de metas para o crescimento dos agregados monetários. Nesse contexto, o monetarismo, entendido como uma proposta concreta para a formulação da política monetária, está morto.

No processo de fixação da taxa de juros, o Banco Central deve levar em conta uma série de indicadores antecedentes sobre o comportamento futuro da taxa de inflação. Embora a relação entre moeda e inflação seja “frouxa” em função da instabilidade da velocidade de circulação da moeda, não se pode ignorar o fato de que a demanda agregada por bens e serviços depende, entre outras variáveis, da liquidez, em sentido amplo, existente no sistema econômico como um todo. Dessa forma, um ritmo muito acelerado de expansão dos agregados monetários é, sem sombra de dúvida, um indicador de que a liquidez disponível no sistema para a implementação dos planos de dispêndio dos agentes econômicos está sendo ampliada, viabilizando assim um nível maior de dispêndio agregado, o que pode atuar como um mecanismo “sancionador” de uma taxa de inflação mais elevada.

Nesse contexto, torna-se relevante indagar como tem se comportado o ritmo de crescimento dos agregados monetários após o BCB iniciar o recente ciclo de elevação da taxa básica de juros. Será que a elevação da taxa básica de juros tem sido acompanhada por uma redução do ritmo de crescimento dos agregados monetários, indicando assim uma redução do ritmo de crescimento da liquidez, em sentido amplo, a disposição dos agentes econômicos?

No gráfico 1 abaixo apresentamos a média móvel dos últimos 12 meses da taxa de crescimento dos agregados monetários (M1, M2, M3 e M4) no período compreendido entre setembro de 2004 e dezembro de 2005. A inspeção da Tabela 1 mostra claramente que: (i) houve uma redução significativa do ritmo de crescimento de M1 no período em consideração, ou seja, se considerarmos uma medida mais estreita de liquidez, então poderemos constatar que o processo de elevação gradual da taxa básica de juros foi seguido por uma redução do ritmo de expansão da liquidez *stricto sensu*; (ii) no que se refere ao comportamento dos agregados monetários que representam a liquidez no sentido amplo, observa-se que a taxa de crescimento desses agregados monetários se mostrou relativamente insensível ao “aperto monetário” iniciado pelo BCB em setembro de 2004. Com efeito, enquanto a taxa de

crescimento de M1 se reduziu de cerca de 28% ao ano em setembro de 2004 para cerca de 13% ao ano em dezembro de 2005, os demais agregados monetários continuaram crescendo a uma média de 18% a.a. ao longo de todo o período considerado.

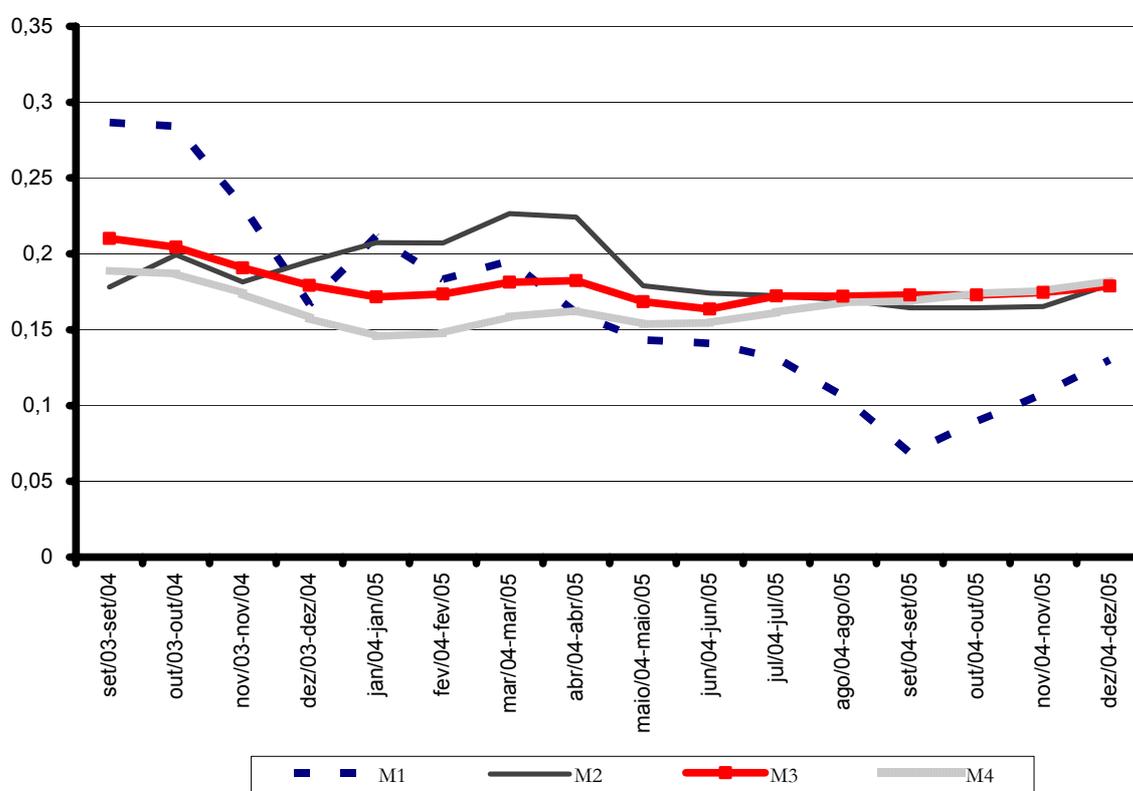
Uma inferência que pode ser feita a partir da análise desses dados é que a política monetária não tem sido bem sucedida no sentido de controlar o ritmo de expansão da liquidez à disposição do sistema econômico, fazendo com que as pressões de demanda agregada persistam ao longo do tempo. Essa persistência das pressões de demanda pode ser uma boa explicação – em conjunto com a inércia inflacionária – para a velocidade relativamente baixa de convergência da taxa de inflação à meta inflacionária definida pelo BCB para o ano de 2005.

Se essa conjectura estiver correta, então qual a razão pela qual a elevação gradativa da taxa de juros a partir de setembro de 2004 não resultou numa desaceleração do ritmo de expansão da liquidez em sentido amplo? Uma resposta possível para essa pergunta foi dada recentemente por Nakano (2005), qual seja: a indexação de uma parte considerável dos títulos da dívida pública federal – os quais fazem parte do M2 – pela taxa básica de juros faz com que uma elevação da taxa de juros pelo BCB seja, na verdade, uma medida de *expansão*, ao invés de contração, monetária! Com efeito, o valor nominal das Letras Financeiras do Tesouro (LFT's) passa a crescer mais rapidamente toda a vez que o BCB aumenta a taxa Selic. Nesse contexto, as elevações da Selic geram um forte efeito riqueza sobre o consumo, contribuindo para que os gastos de consumo – principalmente os gastos referentes a bens duráveis de luxo – se mostrem insensíveis a elevações da taxa de juros. Como, do ponto de vista quantitativo, o consumo é o componente mais importante da demanda agregada, segue-se que a política monetária perde eficácia como instrumento de contenção do ritmo de expansão da demanda.

Se isso é verdade, então podemos afirmar que variações da taxa de juros pelo BCB não têm efeito sobre a taxa de inflação, isto é, podemos afirmar que é inócuo tentar o controle da inflação por intermédio da elevação da taxa de juros? Não necessariamente. Isso porque existe um segundo canal pelos quais as variações da taxa de juros podem afetar a taxa de inflação, qual seja: o canal da taxa de câmbio. Com efeito, o movimento de elevação gradativa da taxa de juros a partir de setembro de 2004 foi seguido por uma forte apreciação da taxa nominal de câmbio. Essa apreciação da taxa de câmbio pode muito bem ser interpretada como um “choque de oferta” favorável, ou seja, como um elemento que, ao reduzir o custo das matérias-primas importadas e o preço dos bens estrangeiros que são substitutos próximos para os produtos fabricados no Brasil, induziu as empresas brasileiras a

reduzir o ritmo de aumento dos preços dos seus produtos, bem como as suas margens de lucro. Dessa forma, a redução observada nos índices de inflação nos últimos 18 meses pode ser o resultado da utilização da taxa de câmbio, tal como o ocorrido no período 1994-1998, como a âncora nominal da economia brasileira. O problema com a utilização da taxa de câmbio como âncora para a inflação é que a experiência brasileira tem repetidamente demonstrado que, mais cedo ou mais tarde, isso resulta numa crise cambial. Ao que tudo indica, a política macroeconômica adotada pelo governo Lula está repetindo os velhos erros do passado.

Gráfico 1. Evolução dos agregados monetários* – set./03 a dez./05



Fonte: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA).

Nota: * média móvel dos últimos 12 meses.

Referência Bibliográfica

NAKANO, Y. (2005). “O regime monetário, a dívida pública e a alta taxa de juros”. *Revista Conjuntura Econômica*, Vol.59, n.º 11, p. 10-11.