

### III. Política Monetária

#### Os sinais contraditórios da política monetária do governo Lula

José Luís Oreiro\*

No início do segundo semestre de 2004, o Banco Central do Brasil iniciou um processo de elevação gradual da taxa básica de juros, a Selic, com o declarado objetivo de conter as pressões inflacionárias observadas na economia brasileira como decorrência da aceleração do crescimento do produto real, o qual fechou o ano de 2004 com um crescimento de 5,2% com respeito a 2003.

No sistema de metas de inflação prevalecente na economia brasileira, a principal tarefa da Banco Central é o controle da taxa de inflação, sendo a taxa nominal de juros o instrumento básico de política monetária. No entanto, a teoria e a prática da política monetária tem mostrado que os Bancos Centrais só são capazes de reduzir a taxa de inflação se conseguirem engendrar um aumento da taxa real de juros, haja vista que as decisões de gasto dos agentes econômicos do setor privado dependem do nível da taxa real de juros e não do seu valor nominal.

Nesse contexto, torna-se uma questão de suma importância à obtenção de uma medida precisa da taxa real de juros. A teoria econômica mostra que a taxa real de juros nada mais é do que a taxa nominal de juros deflacionada pela taxa esperada de inflação. O grande problema com essa definição se refere ao fato de que as expectativas de inflação dos agentes econômicos são, vias de regra, não observáveis e/ou não confiáveis. Dessa forma, o cálculo da taxa real de juros deve envolver *proxies* para a taxa esperada de inflação.

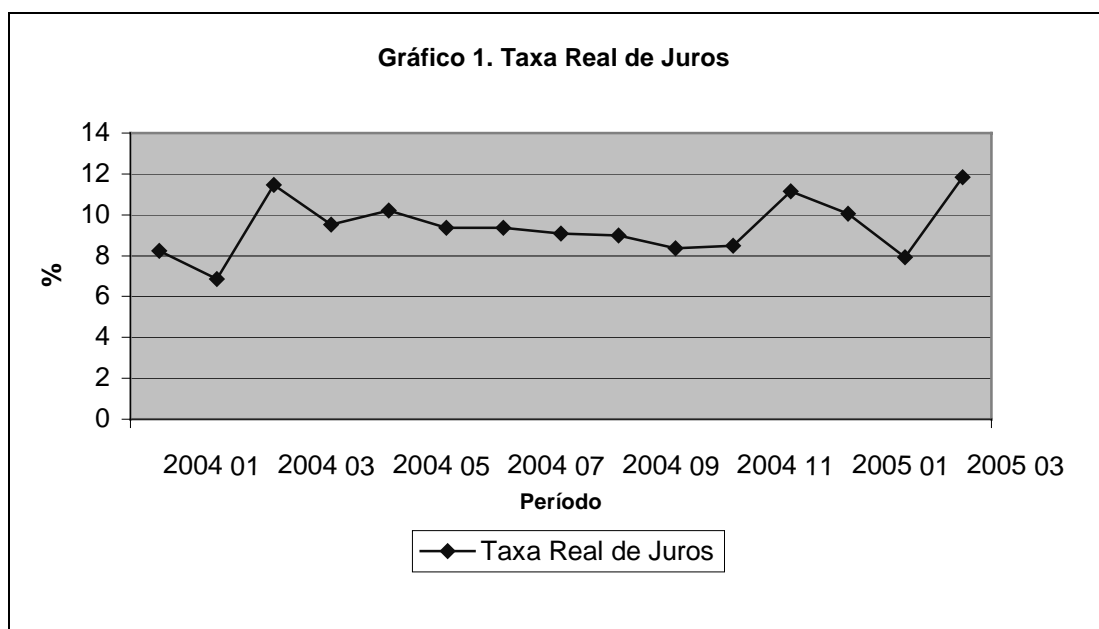
Por outro lado, supondo um ambiente econômico estável e, portanto, desprovido de mudanças e quebras estruturais, os agentes econômicos tendem a se guiar, no processo de formação de expectativas, pelo lema de que “o passado é um bom guia para o futuro”. Sendo assim, as expectativas de inflação são, em larga medida, determinadas pelo comportamento recente da taxa efetiva de inflação.

Uma forma de calcular a taxa real de juros é utilizar o assim chamado *critério backward*, o qual consiste em deflacionar o valor anualizado da taxa nominal de juros Selic de um determinado mês pela inflação acumulada dos últimos 12 meses. No cálculo da taxa real de

---

\* Doutor em Economia pela Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ). Professor do Departamento de Economia da Universidade Federal do Paraná (UFPR). Endereço eletrônico: [joreiro@ufpr.br](mailto:joreiro@ufpr.br).

juros opta-se por usar o valor anualizado da taxa Selic prevalecente num determinado mês ao invés do valor da meta anual da Selic definida pelo Copom no mês de referência. Os valores da taxa real de juros prevalecentes na economia brasileira no período compreendido entre janeiro de 2004 e março de 2005 podem ser observados no gráfico 1 abaixo.

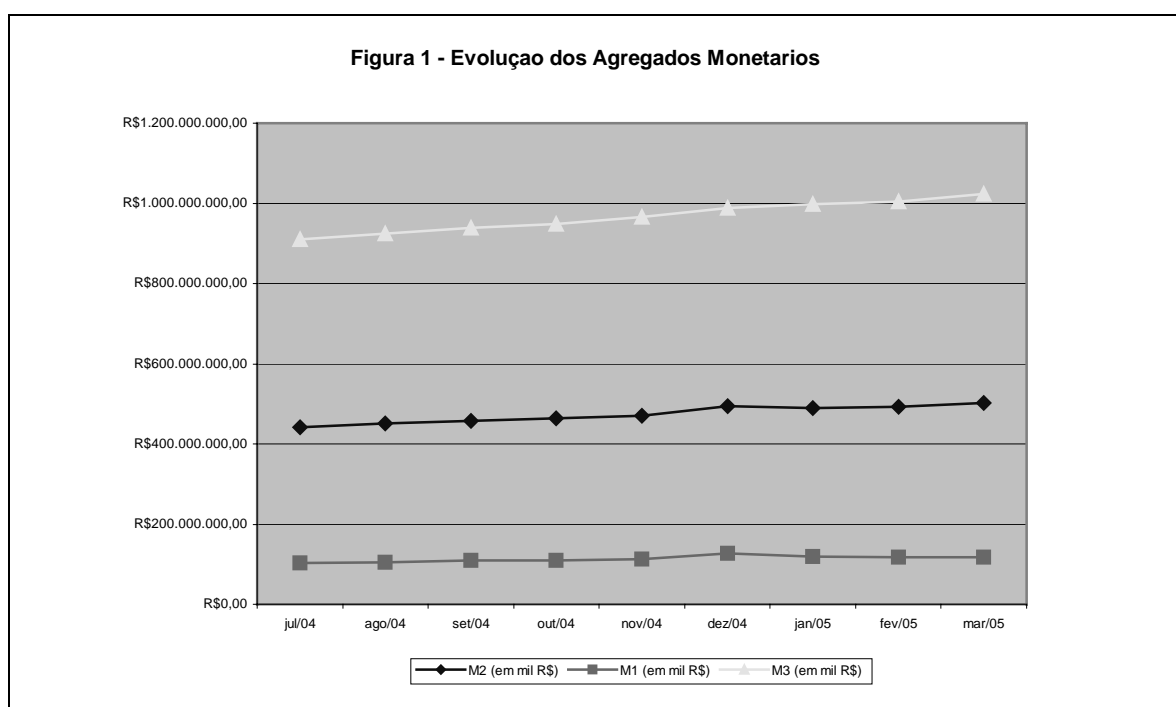


Fonte: IPEADATA

A análise do gráfico revela alguns fatos surpreendentes. Embora o banco central do Brasil tenha iniciado o ciclo de elevações da meta de taxa nominal de juros no início do segundo semestre de 2004, a taxa real de juros se manteve estável em torno de 8,9% ao ano até novembro. Os aumentos da taxa básica de juros só surtiram efeito sobre a taxa real de juros, medida pelo critério *backward*, em dezembro do ano passado, quando a taxa real ultrapassou o patamar de 11% em termos reais. No início do primeiro trimestre de 2005 a taxa real de juros voltou a cair, tendo alcançado 10,04% ao ano em janeiro e 7,92% ao ano em fevereiro. Em março de 2005, a taxa real de juros voltou a se elevar, tendo alcançado 11,83% ao ano. No período compreendido entre dezembro de 2004 e março de 2005 a taxa real de juros se situou no patamar de 10,24%, apresentando uma elevação de 1,34 p.p., com respeito ao período de junho a novembro de 2004. Esses dados indicam que o ciclo de aperto monetário começou, de fato, a partir de dezembro de 2004.

No entanto, se olharmos para o comportamento dos agregados monetários no período de julho de 2004 a março de 2005, então tiraremos uma conclusão ainda mais surpreendente: *a política monetária foi claramente expansionista*. Com efeito, como mostra a figura 1

abaixo, os agregados monetários M1, M2 e M3 apresentaram uma nítida tendência de elevação no período em consideração. O crescimento dos agregados foi de 13,55% para o M1, 13,71% para M2 e 12,39% para M3, fazendo uma média conjunta de 13,22% no período e de 12,34 % em termos anualizados. Supondo uma relativa estabilidade da velocidade de circulação da moeda e um crescimento de 4% para o produto real, esse ritmo de expansão monetária é compatível com uma inflação de 8% ao ano acima, portanto, do teto da meta de inflação para 2005.



Fonte: Banco Central do Brasil

Como é possível conciliar duas informações aparentemente contraditórias sobre o comportamento da política monetária, a saber: a elevação da taxa real de juros no final de 2004 com a expansão dos agregados monetários a um ritmo claramente incompatível com a obtenção da meta de inflação para 2005?

Ao que tudo indica, a política monetária do governo Lula emite sinais contraditórios. Por um lado, o Copom atua no sentido de aumentar a taxa real de juros com o intuito de desaquecer a economia e assim fazer com que a inflação convirja para a meta de 5,1% para 2005. Por outro, várias medidas de política econômica são tomadas no sentido de expandir a criação de crédito por parte do sistema bancário - como, por exemplo, a autorização para os bancos e instituições não bancárias realizarem

---

empréstimos consignados em folha – cujo objetivo é aumentar os gastos de consumo e, dessa forma, impedir a queda dos índices de inflação.

O governo Lula tem que decidir o que quer fazer. Se o objetivo primordial da política monetária é reduzir a taxa de inflação para a meta de longo-prazo de 4% ao ano; então as medidas de incentivo a concessão de empréstimos por parte do sistema bancário atuam no sentido de acelerar o ritmo de expansão dos meios de pagamento e, dessa forma, impedem a obtenção desse objetivo. Logo, a decisão natural é eliminar esses incentivos, o que permitiria ao Banco Central alcançar a meta de inflação de longo-prazo com um nível de taxa real de juros mais baixo do que o praticado nos últimos tempos. De outro modo, se o objetivo é estimular os gastos do setor privado para impulsionar o crescimento econômico pelo lado da demanda agregada, então a taxa real de juros deve ser reduzida para patamares mais civilizados. O que não dá para fazer é adotar medidas contraditórias de política econômica.

