

**DEPARTAMENTO DE ECONOMIA  
PUC-RIO**

**TEXTO PARA DISCUSSÃO  
N.º 330**

**POLÍTICA MONETÁRIA E CAMBIAL: ALGUMAS LIÇÕES  
DO PERÍODO RECENTE PARA O REAL**

**MÁRCIO G. P. GARCIA**

**DEZEMBRO 1994**

# Política Monetária e Cambial: Algumas Lições do Período Recente para o Real

Márcio G. P. Garcia

## RESUMO

O sucesso do Plano Real no que tange a manter a inflação baixa nos próximos anos reside crucialmente na obtenção de reduzidas taxas de expansão monetária. Para tanto, é necessário não só eliminar o financiamento inflacionário do déficit fiscal, como também eliminar a passividade da moeda, que foi o combustível da inflação nos anos recentes. A passividade da moeda no Brasil nos últimos anos adveio do mecanismo operacional do Banco Central do Brasil, que praticava uma regra de taxa de juros cujo objetivo **não** era o de conter a inflação, mas o de manter uma demanda estável pela dívida pública. Mostra-se que o Tesouro pouco pressionou pela expansão monetária, sendo as operações com o setor externo o principal fator de expansão da base monetária. Os fluxos internacionais de capital especulativo que acorreram em busca das altas taxas de juros dos títulos públicos no Brasil **não** foram, contudo, os responsáveis pela passividade monetária, e, portanto, pela elevação da inflação, no período anterior ao Real. Para romper a passividade monetária, sugerem-se as seguintes medidas: prosseguir-se na reforma da relação entre Tesouro e Banco Central no sentido de impedir o financiamento inflacionário do déficit público; permitir que o Banco Central exerça suas funções de regulação e supervisão sobre os Bancos Estaduais da mesma forma que ele o faz com os bancos privados; retirar-se a conta única do Tesouro do Banco Central; e mudar-se o mecanismo operacional do Banco Central, inclusive com a eliminação da zerada automática, impondo-se gradativamente maiores custos de iliquidez aos bancos.

---

Este artigo faz parte de um convênio CEPAL/IPEA. Paula de Faro, Leonardo Rezende e Patrícia Aquino prestaram inestimável assistência de pesquisa. O DEPEC/Banco Central forneceu os dados mais atualizados. A todos eu muito agradeço, ressaltando minha inteira responsabilidade sobre os erros deste artigo.

# ÍNDICE

1. Inflação e emissão monetária .....	1
2. A passividade monetária .....	2
2.1. Fatores de expansão da base monetária .....	2
2.1.1. Financiamento ao Tesouro .....	3
2.1.2. Assistência às instituições financeiras públicas e privadas .....	5
2.1.3. Acumulação de reservas internacionais .....	5
2.1.4. Resgate de dívida pública .....	6
3. Controle de taxa de juros e regra de taxa de juros .....	7
4. O mecanismo operacional do Banco Central como gerador da dinâmica inflacionária	10
5. Uma explicação sobre o papel inflacionário dos fluxos recentes de capitais especulativos internacionais .....	10
6. O rompimento da passividade monetária .....	15
6.1. O fim do financiamento monetário de gastos fiscais: a relação entre Tesouro e Banco Central .....	15
6.2. O controle dos Bancos Estaduais .....	17
6.3. A retirada da Conta Única do Tesouro do Banco Central do Brasil .....	17
6.4. O fim da zerada automática do mercado SELIC .....	18
7. Conclusão .....	19
Referências bibliográficas .....	20
Gráficos e Tabela 1 .....	21

## 1. Inflação e emissão monetária

O sucesso do Plano Real em manter baixa a inflação reside crucialmente na obtenção de reduzidas taxas de expansão monetária nos meses vindouros. Isto porque o fenômeno de inflação alta e persistente só pode se verificar com o taxas elevadas de expansão monetária. Embora seja possível teoricamente a existência de uma hiperinflação sem o correspondente descontrole da emissão monetária (vide Blanchard e Fischer, 1989, capítulo 5), a história mundial não registra nenhuma hiperinflação sem elevadíssimas taxas de expansão monetária.

Moeda e inflação guardam entre si uma relação análoga à existente entre alimentação e excesso de peso. Ninguém pode se manter obeso durante anos sem ingerir uma quantidade grande de alimentos. Restrinja-se a ingestão de alimentos durante um tempo suficientemente longo e o indivíduo fatalmente perderá peso.

Prosseguindo na analogia, pessoas podem comer em excesso por várias razões: desconhecimento do que seja uma dieta balanceada, falta de tempo para comer bem, ou mesmo compulsão a comer devido a problemas psicológicos. Qualquer que seja a razão, o objetivo de perder peso só será alcançado quando se reduzir a ingestão de alimentos. O mesmo ocorre com a inflação: o Plano Real só conseguirá manter a inflação em níveis reduzidos se as taxas de emissão monetárias forem baixas.

Quem emite moeda é o Banco Central do Brasil (BC). Logo, para conter a inflação poder-se-ia pensar que bastaria ao BC não emitir moeda. Tal sugestão, tautologicamente verdadeira, corresponderia a uma dieta que prescrevesse o uso de uma mordaca de forma a impedir a ingestão de alimentos. A prescrição é de eficácia indubitável, mas quase nada se diz sobre como executá-la.

Para conter o excesso de peso no longo prazo, é indispensável entender as causas da alimentação em excesso para tentar saná-las. Sem atentar para as causas últimas da ingestão demasiada de alimentos, o indivíduo fatalmente voltará a comer em excesso e engordar ao longo dos anos. No

caso da inflação, os análogos das causas da ingestão excessiva de alimentos são as causas da passividade ou endogeneidade da moeda.

Para dar sugestões de política econômica que não se restrinjam à óbvia constatação que se deve emitir menos moeda, é imprescindível que se analisem as causas da passividade da moeda no período que antecedeu o Plano Real. É disto que trata a próxima seção.

## **2. A passividade monetária**

Pastore (1994b), baseado no trabalho seminal de Granger (1966), analisa a experiência de vários países, demonstrando que a existência de **inércia** (entendida como alto grau de **auto-regressividade** da série) não é exclusividade das séries macroeconômicas brasileiras, sendo mesmo a regra internacional. Ou seja, a inflação americana ou alemã apresenta alto grau de auto-regressividade. A diferença do caso brasileiro é a existência de uma **raiz unitária** na série de inflação brasileira, sem a qual a inflação não subiria sem cessar como ocorreu no período anterior ao Plano Real. Mas a existência desta raiz unitária na inflação brasileira só pode ocorrer se a moeda for **passiva** ou **endógena**.

Portanto, tal como se concluiu anteriormente, as fontes da passividade da moeda no período pré-Real são os elementos essenciais de qualquer análise que vise determinar como impedir que tal passividade retorne no período pós-real, com o inevitável e indesejável recrudescimento da inflação.

Qual foi a fonte da passividade da moeda no período pré-Real? Para responder esta pergunta, se passa a analisar o comportamento dos fatores de expansão da moeda.

### **2.1. Fatores de expansão da base monetária**

A moeda no seu sentido mais estrito é definida como o passivo monetário do BC, ou **base monetária**. A emissão monetária é, portanto, o aumento da base monetária. Pelo princípio contábil das partidas dobradas, a um aumento no saldo de uma conta de passivo (um crédito na base monetária), tem que corresponder um débito em outra conta do passivo do BC (o chamado passivo não-monetário), ou um crédito numa conta do ativo do BC. Assim, créditos numa conta

do ativo do BC ou débitos numa conta do passivo não-monetário do BC *com contrapartida em lançamentos a crédito na base monetária* são lançamentos contábeis que podem ser interpretados como fatores que expandem a base monetária. É por esta razão que se estudam os chamados fatores de expansão da base monetária quando se procura a razão da passividade da moeda.

Uma palavra de advertência, entretanto, tem que ser feita sobre o estudo dos fatores de expansão da base monetária. Suponha que se faça um par de lançamentos contábeis que apenas transite pela base monetária, deixando-a ao final inalterada. Por exemplo, um débito numa conta do ativo do BC de R\$100 (com o correspondente **crédito** de R\$100 na base monetária), seguido de um crédito de R\$100 numa conta do passivo não-monetário do BC (com o correspondente **débito** de R\$100 na base monetária). Neste exemplo, por hipótese, a base monetária não foi afetada após os dois lançamentos. No entanto, quando se analisarem as estatísticas do fatores de expansão da base monetária, o par de lançamentos contábeis acima se mostrará decomposto num fator de expansão da base monetária (o crédito no ativo) e num fator de contração da base monetária (o crédito no passivo). Ou seja, a análise dos fatores de expansão da base monetária pode nos levar a atribuir ao crédito no ativo e ao crédito no passivo efeitos causais sobre a moeda que não existem, pois a suposta operação contábil descrita acima não tem, por hipótese, qualquer efeito sobre a base monetária quando analisada em conjunto.

Passa-se agora ao estudo dos principais fatores de expansão da base monetária no período pré-real.

### 2.1.1. Financiamento ao Tesouro

A existência de déficits fiscais é, tradicionalmente, o principal fator de emissão monetária. Isto é claro quando o BC financia diretamente o Tesouro através da emissão de moeda para pagar déficits fiscais. Em diversos países, tal financiamento é feito através da compra pelo banco central de títulos do tesouro, emitindo base monetária para pagar tais compras de títulos. Como se verá, a Constituição brasileira veda tal possibilidade.

Porém, mesmo a existência de déficits fiscais ao longo dos anos, ainda que financiados via colocação de dívida junto ao setor privado, pode dar origem a uma forma de passividade monetária, conforme o ressaltam Thomas Sargent e Neil Wallace no clássico artigo *Some Unpleasant Monetarist Arithmetic* (Sargent e Wallace, 1986). Naquele artigo, os autores mostram que o acúmulo de dívida pública junto ao setor privado para financiar contínuos déficits fiscais dará origem a expectativas de monetização da dívida no futuro, pois há limites para o endividamento público. Dadas expectativas racionais, a expectativa de monetização no futuro trará inflação já no presente, a despeito da inexistência de monetização no momento presente. Ou seja, o crescimento da dívida pública junto ao setor privado para financiar sucessivos déficits públicos pode ser interpretado como uma forma de geração de passividade monetária, ainda que futura, mas com possíveis impactos inflacionários imediatos.

No Brasil, o artigo 164 da Constituição, §3, determina que "... as disponibilidades de caixa da União serão depositadas no banco central ...". Ou seja, a Constituição exige que a Conta Única do Tesouro (CUT) esteja no BC, sendo portanto uma conta do passivo não-monetário do BC. Receitas fiscais (impostos) representam créditos na CUT, e gastos do governo são débitos na CUT. Quando há déficit fiscal, portanto, o débito correspondente na CUT é um fator de expansão da base monetária.<sup>1</sup>

O gráfico 1 mostra o comportamento dos principais fatores de expansão da base monetária de fevereiro de 1991 até outubro de 1994, o último dado disponível.<sup>2</sup> No gráfico 1, acumulam-se desde fevereiro de 1991 as variações mensais (em US\$ até junho de 1991 e em R\$ a partir de julho de 1994) de cada fator de expansão da base monetária. Assim, tomando-se o fator de expansão *Tesouro*, vê-se que de fevereiro/91 a junho/94, os déficits fiscais foram responsáveis por apenas cerca de US\$ 5 bilhões dos quase US\$ 30 bilhões de base monetária emitida no período.<sup>3</sup> Ou seja, se o único fator de expansão da base monetária fosse a existência de déficits

<sup>1</sup>Outros lançamentos contábeis também afetam a CUT, mas não entraremos aqui em detalhes sobre esses.

<sup>2</sup>Os dados que permitiram confeccionar o gráfico 1 vieram da tabela 1 no apêndice.

<sup>3</sup>O fato de se terem emitido cerca de US\$ 30 bilhões de base monetária no período não quer dizer que a base monetária chegou perto deste valor, pois a base monetária sofre corrosão inflacionária contínua. Isto é, sob uma inflação de 40% ao mês e uma desvalorização cambial de igual monta, o equivalente a US\$ 1,00 emitido no início de um mês vale apenas US\$ 0,71  $\{(1/1,4)^0=0,71\}$  no início do mês seguinte.

públicos, a emissão monetária do período seria cerca de seis vezes menor do que a que efetivamente ocorreu.<sup>4</sup>

### **2.1.2. Assistência às instituições financeiras públicas e privadas**

Para assistir instituições financeiras em dificuldades, o BC provê crédito a tais instituições. Isto é feito através do crédito diretamente à conta de reservas bancárias que as instituições mantêm no passivo do BC. Como estas contas de reservas bancárias fazem parte da base monetária, operações de assistência às instituições financeiras públicas e privadas constituem-se diretamente em emissão de base monetária.

Este fator foi em geral negativo no período pré-real, constituindo-se num fator de contração da base monetária.<sup>5</sup> No período pós-real, este fator começa a apresentar sinais positivos devido à crise de liquidez que atingiu os bancos com os novos compulsórios instituídos, como se depreende do gráfico 2.<sup>6</sup> O gráfico 2 expõe os fatores de expansão da base monetária no período pós-real, e será analisado posteriormente.

### **2.1.3. Acumulação de reservas internacionais**

Este fator representa a principal fonte de expansão da base monetária, correspondendo ao item *Operações do Setor Externo* nos gráficos 1 e 2. No período pré-real, o BC seguia uma política de manutenção de uma dada taxa real de câmbio. Isto o obrigava a comprar e vender divisas estrangeiras quando necessário para manter o câmbio no nível desejado. Com o influxo de capitais especulativos atrás das altas taxas de juros oferecidas pelos títulos da dívida pública doméstica, aliado aos sucessivos superávits em conta-corrente do balanço de pagamentos desde 1992, o BC comprava regularmente uma quantidade considerável de divisas estrangeiras (de outubro/93 a junho/94, o BC comprou liquidamente em média cerca de US\$ 5 bilhões por

---

<sup>4</sup>Esta última afirmação precisa ser tomada com cuidado, uma vez que para ser estritamente verdadeira, é necessário que o fator condicionante *Tesouro* tivesse seu comportamento totalmente determinado pelo déficit fiscal, o que não é o caso devido aos lançamentos citados na nota 1. Sem embargo, dada a obrigatoriedade de se usar o lucro do Banco Central transferido ao Tesouro para se resgatar dívida pública, a afirmação é aproximadamente correta.

<sup>5</sup>Vide tabela 1. No gráfico 1, este fator está incluído no item *Outras*.

<sup>6</sup>Para uma descrição dos compulsórios pós-real, vide Garcia (1994b).

trimestre, vide gráfico 1).<sup>7</sup> Voltar-se-á a falar mais à frente sobre a importância deste fator de expansão da base monetária como causa da aceleração inflacionária no período pré-Real.

No período pós-Real, este fator desaparece devido à introdução do câmbio flutuante (vide gráfico 2). Sob este regime, o BC não mais intervém no mercado de câmbio (pelo menos não na mesma intensidade que o fazia anteriormente ao Real). O resultado pode ser visto no comportamento da linha *Operações do Setor Externo* no gráfico 1 após julho/94. Esta se torna praticamente horizontal, indicando que o BC não mais acumulou ou desacumulou reservas internacionais neste último período. O mesmo pode ser visto no gráfico 2; note-se ali como o item *Operações do Setor Externo* foi muito próximo de zero nos meses do Real.

#### 2.1.4. Resgate de dívida pública

Quando o BC compra títulos públicos de emissão do Tesouro (NTN, LFT, etc.) ele aumenta sua carteira ativa. Quando o BC compra títulos públicos de sua própria emissão (BBC), ele diminui seu passivo não-monetário.<sup>8</sup> Portanto, a operação de compra (venda) de títulos públicos constitui uma fonte de expansão (contração) da base monetária. Este é o item *Operações com Títulos* no gráfico 1. O fato deste item ser decrescente durante quase todo o período de novembro/91 até o Plano Real, atingindo mesmo valores bastante negativos, indica que a emissão de dívida pública foi o principal fator de contração da base monetária, contrarrestando o efeito expansionista sobre a base monetária do aumento das reservas internacionais. Este processo é conhecido como esterilização, embora evite-se aqui o uso deste termo por razões que se expõem a seguir

Após o Plano Real, os gráficos 1 e 2 mostram como o resgate de dívida constituiu-se no principal fator de expansão da base monetária. Trata-se neste caso de um típico efeito Tobiniano de realocação de portfólio frente à uma drástica mudança nos *yields* (rendimentos) dos ativos. Com o fim da inflação, o ativo moeda (M1, a soma do papel moeda em circulação com os depósitos à vista nos bancos comerciais) deixa de ter um rendimento fortemente negativo, que correspondia ao gravame do imposto inflacionário. Assim, é natural que o portfólio dos agentes econômicos

<sup>7</sup>Para uma descrição dos efeitos monetários dos fluxos de capitais internacionais, vide Carneiro e Garcia (1993).

<sup>8</sup>NTN significa Nota do Tesouro Nacional; LFT, Letra Financeira do Tesouro; e BBC, Bônus do Banco Central.

passa a deter uma maior fração de M1. O aumento da fração de M1 ocorre às expensas dos demais ativos financeiros, principalmente títulos públicos, como se depreende do gráfico 2. Este é o processo de remonetização da economia pós-estabilização.

O último fator de expansão constante do gráfico 1 é a devolução dos *Depósitos dos DER-RER*, os NCz\$ retidos pelo Plano Collor I em março/90. O conhecido congelamento das aplicações financeiras de março/90 constituiu-se num gigantesco recolhimento compulsório ao BC sob a forma de DER-RER (formando, portanto, um passivo não monetário do BC) Quando tais passivos foram liberados, e retirados pelo público, o correspondente débito neste passivo não-monetário do BC constituiu-se num fator de expansão da base monetária. Note-se que este item se estabiliza após agosto/92, mês após o qual todos os NCz\$ puderam ser sacados.

### **3. Controle de taxa de juros e regra de taxa de juros**

Passa-se agora à análise da forma pela qual o BC injeta ou retira moeda na economia. O principal mecanismo (mas não o único) de emissão ou recolhimento monetário é o *Open Market*, ou mercado de reservas bancárias, ou ainda o mercado SELIC.<sup>9</sup> No *Open Market*, as instituições financeiras com contas de reservas bancárias junto ao BC (os bancos com carteira comercial) podem trocar livremente entre si e com o BC títulos públicos por moeda. Moeda aqui são créditos nas contas de reservas bancárias, as quais fazem parte da base monetária.

Normalmente, livros-texto de moeda e bancos ensinam que o BC controlaria a oferta monetária. Segundo esta visão simplificada, o BC poderia emitir ou recolher moeda sem restrições, tendo perfeito controle sobre a curva de oferta de moeda.<sup>10</sup> Dada uma curva de demanda por moeda, o BC poderia fixar a taxa de juros—o preço da moeda— tornando a curva de oferta horizontal, e consequentemente perdendo o controle sobre a quantidade de moeda. Alternativamente, o BC poderia fixar a quantidade de moeda, tornando a curva de oferta de moeda vertical, e consequentemente perdendo o controle sobre a taxa de juros. Poder-se-ia ainda conceber regras

<sup>9</sup>SELIC é o Serviço de Liquidação e Custódia do BC, no qual se registram todas as operações do *Open Market*.

<sup>10</sup>A curva de oferta de moeda “mora” no plano indexado pela taxa de juros nominal (eixo dos y) e quantidade de moeda ou de reservas bancárias (eixo dos x).

de emissão e recolhimento monetário que contemplassem uma combinação de metas quanto à quantidade de moeda e quanto à taxa de juros.

No dia a dia da mesa de *Open Market* do Banco Central, entretanto, não é assim que as coisas ocorrem. Isto porque a dinâmica dos mercados financeiros só permite que o BC use a taxa de juros como instrumento durante as horas de funcionamento do *Open Market*. Durante a operação do *Open Market* (9 às 17h), o BC pode obter estimativas dos agregados monetários, mas estes só serão conhecidos ao final do dia quando ocorrer a compensação bancária. Assim, o controle de uma meta monetária não serve como balizamento para a operação da mesa de *Open Market* do BC, a menos que tal regra seja traduzida em termos de taxa de juros. A taxa de juros do mercado de reservas, a taxa SELIC, é necessariamente o principal instrumento de condução de política de mercado aberto do BC.<sup>11</sup>

O fato do BC ter que operar sempre como instrumento a taxa de juros é plenamente compatível com o controle da quantidade de moeda. Afinal, o FED (o banco central americano) também opera uma regra de taxa de juros e a inflação americana não explode. Em realidade, sob algumas restrições, uma regra de controle de agregado monetário pode ser expressa como uma regra de operação de taxas de juros, e vice-versa. Naturalmente, tais regras serão bem distintas. Uma regra de oferta monetária constante (uma curva de oferta monetária vertical) seria traduzida numa regra de taxa de juros de difícil operação, pois os juros teriam que oscilar de acordo com os movimentos da (desconhecida) curva de demanda por moeda. Regras mais exequíveis prevêem uma elevação da taxa de juros sempre que a quantidade de moeda excede um determinado patamar máximo (mas isto só é observado ao final do dia). Teoricamente, para qualquer regra de controle de agregado monetário que se queira, há uma forma de implementá-la através do instrumento taxa de juros (a taxa SELIC).

---

<sup>11</sup>Esta realidade pode vir a se transformar no futuro, se seguirmos os passos de alguns países desenvolvidos que estão deixando o sistema de compensação bancária líquida ao final do dia por um outro sistema conhecido como RTGPS—Real Time Gross Payment System— ou Sistema de Compensação Bruta em Tempo Real. Neste último sistema, as transações financeiras são liquidadas uma a uma, à medida que são contratadas, daí decorrendo o adjetivo *bruta* na expressão acima. No sistema atual, os bancos apenas compensam suas posições líquidas ao final do dia.

O importante da discussão anterior é ressaltar que a passividade da moeda no período pré-Real—condição *sine qua non* para a explosão inflacionária vivida por nossa economia—**não** ocorreu porque o BC tinha como mecanismo operacional a fixação da taxa de juros, pois ele não tinha outra opção. A fonte da passividade da moeda advinha da forma específica que o BC adotava para fixar as taxas de juros, ou em última análise, a que níveis o BC colocava a taxa de juros e como e quão frequentemente ele alterava a taxa de juros.

O leitor atento deve estar estranhando o argumento acima. Afinal, os juros na economia brasileira atingiram níveis estratosféricos no período pré-Real. A despeito disso, a inflação aumentou muito até junho/94. Será que os juros deveriam ter sido ainda mais altos para impedir a escalada inflacionária? A resposta aqui é semelhante àquela que um médico daria quando consultado se deve ou não ministrar um medicamento padrão (juros altos) que provavelmente debelaria uma infecção (a inflação), mas as doses do medicamento (o patamar de juros) teriam que ser tão elevadas que o paciente (a economia) acabaria morrendo pelo efeito colateral da medicação (a recessão e o aumento do componente de juros do déficit público). Frente a tal situação, o médico provavelmente buscaria medidas complementares (a desindexação da URV/Real aliada a uma política fiscal muito restritiva) que permitissem reduzir a dosagem excessiva do medicamento padrão (juros altos).

O que se quer dizer aqui é que a demanda por moeda era extremamente inelástica a juros altos, por várias razões, dentre as quais destaca-se o impacto mínimo da taxa de juros mais altas sobre a demanda de bens e serviços. Isto se deve basicamente a que:<sup>12</sup>

- 1) firmas e famílias já pouco recorriam ao crédito, ou seja, o volume de crédito pouco diminuía frente às taxas mais altas de juros; e
- 2) inexistiam ativos financeiros de longo prazo, ou, quando existiam, eram indexados à taxa de juros de curto prazo (TR, Taxa Referencial). Quando os juros de curto prazo subiam, a riqueza financeira só aumentava, impactando ao contrário do que se almejava no mercado de bens e serviços.

<sup>12</sup>Para uma análise do efeito das taxas de juros sobre a inflação, vide Garcia (1994a).

No estágio final, a nossa megainflação gerou uma demanda por base monetária extremamente insensível a elevações de juros. Não havia como o BC controlar qualquer agregado monetário com o intuito de debelar a inflação. Aliás, não era esta a intenção da política monetária no período anterior ao Real. Tratava-se sim de evitar a substituição de moeda (de CR\$ por US\$) que deflagraria a hiperinflação aberta até que se fizesse o ajuste fiscal. Só após o ajuste fiscal haveria condições de se recobrar o controle sobre a política monetária.

Em resumo, a fonte da passividade monetária era a forma específica de fixar os juros, não o uso dos juros como instrumento. Passa-se, portanto, à análise desta forma específica de fixação dos juros seguida pelo BC, que constituiu a essência do mecanismo operacional do BC no período pré-Real.

#### 4. O mecanismo operacional do Banco Central como gerador da dinâmica inflacionária

O mecanismo operacional do BC no período pré-Real consistia basicamente na fixação do patamar de juros num nível igual à taxa esperada de inflação para o próximo mês acrescida da taxa real de juros que se objetivava praticar. As autoridades monetárias fixavam a taxa real de juros ao nível mínimo que julgavam necessário para garantir a demanda por títulos públicos. Ou seja, *o objetivo era evitar a fuga maciça de recursos para ativos financeiros estrangeiros. O objetivo não era controlar a inflação.*<sup>13</sup>

Tal mecanismo é a fonte de geração da passividade monetária. A tão propalada **zeragem automática** é apenas uma pequena, e nem tão importante assim, parte da implementação desta regra de taxa de juros. A zeragem automática apenas corrige os erros eventualmente cometidos durante as horas normais de operação do mercado aberto. A maior parte da “zeragem”<sup>14</sup> dos bancos ocorre durante o expediente normal do mercado aberto. Ou

---

<sup>13</sup>Vide Carneiro (1993).

<sup>14</sup>A “zeragem” de um banco refere-se ao fato desse banco ter na sua conta de reservas bancárias pelo menos o mínimo requerido pelos requisitos de depósitos compulsórios. Normalmente, o BC provê reservas aos bancos através da compra pelo BC de títulos públicos no mercado aberto. Frequentemente, tais títulos são comprados pelo BC por apenas um dia, através do acordo de **revenda** (pelo BC na manhã seguinte à compra).

seja, o simples fim da zerada automática não mudaria essencialmente o mecanismo operacional do BC, e, conseqüentemente, não alteraria a passividade da política monetária.

### **5. Uma explicação sobre o papel inflacionário dos fluxos recentes de capitais especulativos internacionais**

A segunda fonte de passividade ou endogeneidade monetária normalmente assinalada nos livros-texto é a fixação do câmbio nominal. No período pré-Real, o BC seguiu uma regra de manutenção do câmbio real numa faixa estreita considerada adequada para seus objetivos.<sup>15</sup> Alguns economistas defendem que a principal responsável pelo significativo aumento da inflação entre finais de 1991 e o Plano Real foi a monetização induzida pelos influxos de capitais especulativos externos atrás das altas taxas de retorno proporcionadas pela combinação da política cambial de estabilizar a taxa de câmbio real com a política monetária de elevar significativamente os juros reais. Defende-se aqui a idéia que a fixação do câmbio real não teve um papel relevante na geração da passividade da moeda no período pré-Real, e que a elevação da inflação no período pré-Real pouco teve a ver com o aumento do influxo de capitais para comprar títulos públicos. Expõe-se abaixo o argumento.

O argumento de livro-texto sobre a perda do controle da moeda sob câmbio fixo é o seguinte. Suponha que o BC resolva controlar a quantidade de moeda, e que um choque faça a expectativa inflacionária crescer, crescendo também a demanda por moeda nominal. Dado que o BC mantém a oferta fixa, os juros sobem. Numa economia com livre fluxo de capitais externos, há uma entrada de capitais, que, com o câmbio fixo, monetiza passivamente a economia. Este é o mecanismo de passividade monetária sob câmbio fixo.

Defende-se aqui que o ocorrido no Brasil no período pré-Real guarda pouca semelhança com tal mecanismo. Ressalte-se que a razão de tal dissemelhança nada tem a ver com o fato de se fixar no Brasil o câmbio **real** ao invés do **nominal**, **esta não** é a diferença que importa para o argumento.

---

<sup>15</sup>Vide Carneiro e Garcia (1993) para uma descrição da regra de fixação do câmbio real pelo BC e para uma análise de sua *rationale*.

Após a midi-desvalorização de outubro/91, o BC elevou decididamente as taxas de juros como um recurso desesperado para evitar a fuga de capitais e a deflagração da hiperinflação (Carneiro e Garcia, 1993). A devolução dos NCz\$ retidos pelo plano Collor I estava recém-iniciada, e a maioria dos analistas econômicos previra que tais fundos jamais voltariam a compor a poupança financeira doméstica voluntária. Ou seja, certo ou errado, demasiado ou não, os juros foram elevados por uma decisão de política econômica, e não porque a demanda por Cr\$ havia crescido, como no mecanismo de livro-texto acima descrito.

Com o benefício de analisar a história já ocorrida, sabe-se hoje que os altos juros causaram um enorme influxo de capitais. O gráfico 3 mostra o diferencial coberto entre as taxas de juros dos EUA e do Brasil. Suponha um investidor com recursos em US\$ dispondo das opções de investir em títulos do tesouro americano (T-bills) ou brasileiro (BBCs). Como tal investidor se importa com o retorno medido em US\$, ele considera a seguinte operação ao investir em BBCs: Se a taxa de juros doméstica no Brasil é  $i$ , ele compra  $100/(1+i)$  de BBCs no início do mês, devendo receber R\$100 no final do mês. Para se cobrir quanto ao risco cambial—a desvalorização do R\$ frente ao US\$—, ele também compra R\$100 no mercado futuro de câmbio da BM&F<sup>16</sup> (ao preço de  $100/(1+f)$ ). Assim procedendo, o investidor sabe que receberá, em US\$, a taxa de retorno  $\{(1+i)/(1+f)\}$ . Ele naturalmente compara tal taxa com a taxa paga pelas T-bills americanas,  $i^*$ . O diferencial do gráfico 3 é a diferença entre as taxas em US\$ do investimento no Brasil e nos

$$\text{EUA, ou } \left\{ \left[ \frac{(1+i)}{(1+i^*) \cdot (1+f)} - 1 \right] \cdot 100 \right\} \% .$$

O diferencial coberto entre as taxas de juros americana e brasileira é uma medida do ganho excedente que um investidor teria ao investir em títulos brasileiros em relação ao investimento em títulos americanos. Note que dada a cobertura do mercado futuro de câmbio, ambas as opções têm seus retornos cotados em US\$. Ou seja, a combinação da compra do BBC com a cobertura através do mercado futuro elimina o *risco cambial*. A partir de fins de 1993, parte desse

<sup>16</sup>Bolsa de Mercadorias & Futuros, na qual funciona o principal mercado futuro de US\$ no Brasil. Nesse mercado pode-se contratar no presente o preço do câmbio—o preço em R\$ do US\$—numa data futura (sempre o último dia do mês).

excedente passou a se dever à tributação (IOF) imposta sobre investimentos externos em renda fixa no Brasil. Mas durante todo o período, a maior parte desse excedente se constituiu no que se conhece como *risco Brasil*. O risco Brasil é o risco associado com quaisquer investimentos efetuados no Brasil, sejam eles denominados em moeda doméstica ou estrangeira. O risco Brasil refere-se ao país, não à moeda de denominação do investimento: NTN cambiais (com o rendimento fixado em US\$) têm risco Brasil.

Com os significativos diferenciais cobertos entre as taxas de juros americana e brasileira mostrados no gráfico 3, capitais externos passaram a fluir em grande escala para comprar títulos públicos domésticos no Brasil. Mas tal influxo pouco ou nada teve a ver com o movimento da inflação que caiu no 1º semestre de 1992 até as denúncias de Pedro Collor em maio/92, e passou a subir desde então até o Plano Real.

Ratificando, embora o principal fator de expansão da base monetária desde fins de 1991 tenha sido o fluxo de capitais (vide *Operações do Setor Externo* no gráfico 1),<sup>17</sup> não se pode atribuir causalção. O argumento aqui defendido é que é errado se dizer que caso os capitais externos não tivessem fluído para os títulos públicos brasileiros, a monetização teria sido menor e a inflação teria sido mais baixa no período pré-Real.

A passividade monetária a choques inflacionários ocorreu no Brasil devido ao mecanismo operacional do BC. Embora o mecanismo de livro-texto do câmbio pudesse também ter sido causador da passividade monetária, este não foi o caso no período pré-Real. Supor que a passividade monetária decorreu no período pré-Real também do câmbio real fixo implica em aceitar que as taxas de juros elevadas advieram de uma demanda por Cr\$ que não era atendida pelo BC através da recompra de títulos públicos. Ou seja, o BC teria que ter atuado limitando a oferta de Cr\$ e deixando a taxa de juros se elevar. Mas a imprensa econômica do período registrou repetidas intervenções do BC para não deixar as taxas de juros caírem. Isto é o oposto do que o argumento do livro-texto levaria a supor.

<sup>17</sup>Além dos influxos de capitais, o fator *Operações do Setor Externo* foi expansionista por conta dos bons resultados em conta-corrente do balanço de pagamentos desde 1992.

É por esta razão que prefiro evitar o termo esterilização para caracterizar as vendas de títulos públicos correspondentes ao influxo de capitais externos recentes no Brasil. O termo esterilização está usualmente associado a situações de excesso de liquidez que fazem o banco central intervir enxugando a liquidez através da venda de títulos públicos. Para realizar tal enxugamento de liquidez o banco central eleva a taxa de juros (reduz o PU<sup>18</sup> do título público) para aumentar a quantidade demandada de títulos em equilíbrio.

No caso dos recentes fluxos de capitais especulativos internacionais, estes foram iniciados por conta das altas taxas de juros que eram mantidas internamente por determinação da política econômica. Os capitais especulativos entraram no Brasil para comprar os títulos públicos. Não havia necessidade do BC atuar para enxugar liquidez, como no processo de esterilização, uma vez que os capitais apenas transitavam pela base monetária em seu caminho em direção aos títulos públicos. (Incidentalmente, note-se que as restrições ao investimento estrangeiro tornaram tal caminho cada vez mais longo e custoso.)

Caso o BC não tivesse atuado, a taxa de juros teria caído (o PU teria subido) frente ao influxo de capitais para comprar títulos públicos, e o fluxo se estancaria sem qualquer expansão de liquidez. Ou seja, no processo padrão de esterilização, o banco central eleva a taxa de juros para enxugar a liquidez considerada excessiva; no caso brasileiro recente, o BC poderia não ter feito qualquer intervenção e um fluxo menor de capitais do que efetivamente se verificou teria ocorrido, causando a redução dos juros internos, sem qualquer expansão de liquidez.

As intervenções do BC no sentido de não deixar as taxas de juros se reduzirem mantiveram o influxo de capitais por um período longo, mas não foram responsáveis pela monetização da economia, pois os fluxos de capitais especulativos internacionais apenas transitavam pela base monetária em seu caminho para os títulos públicos. Este é, portanto, um caso em que a análise dos fatores de expansão da base monetária pode se mostrar enganosa, atribuindo causação onde esta não existe.<sup>19</sup>

---

<sup>18</sup>Preço Unitário.

<sup>19</sup>Caso o argumento não esteja claro, retorne à advertência da seção 2 quanto ao estudo dos fatores de expansão da base monetária. A conta de ativo lá referida é, no presente caso, a conta de reservas internacionais, a conta do passivo não-monetário são os títulos de emissão do BC (BBCs).



voluntária (a devolução dos NCz\$) e à combinação da entrada dos fluxos de capitais atraídos pelo diferencial de juros do gráfico 3 com os sucessivos superávits em conta-corrente no balanço de pagamentos.<sup>20</sup>

Como se viu, o financiamento ao Tesouro não representou a principal causa da inflação brasileira nos anos 90. Sem embargo, foram os sucessivos déficits fiscais que geraram não só a inflação brasileira, através do financiamento inflacionário desses déficits, como também o atual mecanismo de passividade monetária. Ou seja, o mecanismo operacional do BC tem como objetivo manter a demanda por títulos domésticos da dívida pública, dívida essa originalmente emitida para financiar os déficits.

Portanto, aperfeiçoar o relacionamento entre o Tesouro e o BC é uma tarefa crucial para o equacionamento dos problemas macroeconômicos que vem impedindo a economia brasileira de reencontrar sua trajetória de crescimento sustentado. É necessário se viabilizar um novo modelo de relacionamento dessas instituições que dê transparência às operações do BC, evitando o financiamento disfarçado aos gastos fiscais através da autoridade monetária.

O arcabouço legal que rege tal relacionamento começa pela Constituição Federal. Em seu artigo 164, do capítulo II—Das Finanças Públicas—, § 1º, a Constituição determina que “é vedado ao Banco Central conceder, direta ou indiretamente, empréstimos ao Tesouro Nacional e a qualquer órgão ou entidade que não seja instituição financeira”. No parágrafo seguinte, entretanto, a Constituição—ao reconhecer o inelutável papel do banco central de condutor da política monetária—abre uma brecha que pode, segundo a opinião de vários economistas e *policy-makers*, ser usada para que a autoridade monetária financie indiretamente o Tesouro. O §2 determina que “... o banco central poderá comprar e vender títulos de emissão do Tesouro Nacional, com o objetivo de regular a oferta de moeda ou a taxa de juros”. O artigo 192, do capítulo IV—Do Sistema Financeiro Nacional—, determina que lei complementar disporá sobre “... a organização, o funcionamento e as atribuições do banco central e demais instituições

---

<sup>20</sup>O gráfico 4, apesar de bastante ilustrativo, não conta toda a estória. Há que se considerar possíveis aumentos no endividamento externo do Tesouro (na realidade ocorreram sucessivas reduções) e o uso da receita de senhoriação. Garcia e Giambiagi (1995) apresentam a contabilidade completa de todos estes efeitos.

financeiras públicas e privadas". O artigo 192 está há vários anos para ser regulamentado pelo Congresso Nacional.

As duas principais questões referentes ao relacionamento entre o Banco Central e o Tesouro Nacional referem-se a:

- a) a apuração e distribuição dos lucros do Banco Central; e
- b) o cálculo e a destinação da receita com a remuneração das disponibilidades do Tesouro Nacional depositadas no Banco Central (o artigo 164, §3, determina que "... as disponibilidades de caixa da União serão depositadas no banco central ...").

Ambos os itens são regulados atualmente por lei, a qual poderá ser objeto de reformulação num futuro próximo.

Os itens (a) e (b) constituem o âmago das discussões sobre o papel da política fiscal e da política monetária na estabilização da economia: o repasse e o uso da senhoriação do Banco Central ao Tesouro Nacional. Significativas reformas foram feitas na gestão do Ministro da Fazenda Fernando Henrique Cardoso para impedir o financiamento inflacionário do déficit público. Três foram as principais medidas neste sentido. Conseguiu-se evitar que os lucros do BC fossem usados para financiar o déficit público, fazendo-se com que estes fossem usados para o resgate da dívida pública (embora ainda não haja uma *obrigatoriedade* que isso se perpetue, pois tal obrigação não está escrita em lei). A segunda medida foi a transferência do passivo cambial do BC de volta para o Tesouro. Na medida em que esse passivo rendia menos do que o ativo correspondente em títulos públicos, gerava-se um lucro fictício que podia ser usado para financiar gastos. Com a transferência, tal possibilidade foi eliminada. A última medida foi a criação do Fundo de Amortização da Dívida Pública. É imprescindível que se prossiga no caminho de dar transparência às operações do Banco Central, impedindo-o de financiar indiretamente os gastos fiscais. Atualmente o caso mais grave de descontrole refere-se aos Bancos Estaduais, que é analisado a seguir.

## 6.2. O controle dos Bancos Estaduais

Os Bancos Estaduais (BEs) constituem-se hoje no principal desafio à política de estabilização do Plano Real, e, em particular, à política monetária. Ao financiar seus respectivos governos e agências governamentais ao arrepio da boa norma bancária, vários dentre os BEs tornaram-se insolventes. Isto obrigou o BC a várias operações de salvamento, tornando alguns BEs em verdadeiros agentes emissores de moeda.

Sem o efetivo controle por parte do BC da atuação dos BEs, qualquer política de estabilização correrá sério risco. Uma importante sugestão neste caso é que sejam eliminadas todas as exceções que os BEs atualmente gozam (vide Garcia e Fernandes, 1993) quanto à regulação e supervisão pelo BC, tornando os BEs iguais a todos os demais bancos.

## 6.3. A retirada da Conta Única do Tesouro do Banco Central do Brasil

A exigência constitucional do Tesouro só ter conta no BC causa sérios problemas de controle monetário. Dado o grande tamanho das operações conduzidas pelo Tesouro, estas causam grandes impactos diretamente sobre a base monetária. Caso o Tesouro fosse autorizado a manter contas fora do BC (não importa aqui se em bancos públicos ou privados, o importante é que seja fora do BC) tais impactos sobre a base monetária não ocorreriam.

Para melhor visualização do problema, tome-se o seguinte exemplo. Suponha que o Tesouro receba hoje R\$ 4 bilhões em impostos e os gaste daqui a uma semana com pagamentos a fornecedores. Com a institucionalidade atual, os bancos perdem R\$ 4 bilhões de reservas bancárias no dia do recolhimento de impostos ao Tesouro. A base monetária se contrairia em R\$ 4 bilhões se o BC não intervisse. Dado o mecanismo de compulsórios defasados, isso faria a taxa de juros explodir até o nível do desconto. Assim, o BC intervém, comprando títulos dos bancos e emitindo moeda para contrabalançar a contração causada pelo recolhimento dos impostos, de sorte que, ao final do dia, a base monetária pode ter sido mantida inalterada a despeito dos enormes fluxos que ocorreram durante o dia.

Quando o Tesouro paga seus fornecedores, ocorre o simétrico. A base monetária se expande em R\$ 4 bilhões, obrigando o BC a esterelizar tal fluxo através da venda de títulos públicos (talvez os mesmos que comprara uma semana antes), para impedir que a taxa de juros caia a zero.

Nada disso ocorreria se o Tesouro tivesse contas fora do BC. O crédito num banco seria o débito em outro banco, facilitando muito o controle do BC sobre a base monetária. O argumento aqui é que a CUT causa muito ruído na política monetária, dificultando sobremaneira o controle monetário.

#### **6.4. O fim da zerada automática do mercado SELIC**

Como já se expôs, a zerada automática é parte de um mecanismo operacional de fixação da taxa de juros que precisa ser modificado para manter a inflação em patamares reduzidos. Assim, é preciso que ela também seja extinta, embora apenas sua extinção não elimine o problema da passividade monetária.

A proposta é que se caminhe gradualmente para um regime monetário no qual os bancos percebam custos de iliquidez cada vez maiores, ao contrário do que atualmente ocorre. Hoje, os bancos conseguem se zerar (obter reservas através da venda de títulos ao BC) sem significativas penalizações (prejuízos devido à perda de capital com a venda dos títulos). Isto ocorre hoje porque o BC recompra os títulos perto da chamada *yield curve* (curva de rendimento) do papel. Esta forma de atuação (que inclui a zerada automática) tem que ser radicalmente modificada.

### **7. Conclusão**

Analisaram-se neste artigo as causas da passividade monetária no período pré-Real. A partir da constatação que a inflação baixa é incompatível com emissões monetárias elevadas, sugeriram-se algumas medidas necessárias para eliminar o financiamento inflacionário do déficit público e a passividade gerada pelo mecanismo operacional do BC.

Sem o ajuste das contas públicas (a eliminação do déficit público nos anos vindouros) qualquer plano de estabilização fracassará. Além do ajuste das contas públicas, entretanto, é necessário se desenhar um novo mecanismo operacional para o BC. Como se viu, tal mecanismo deve controlar

a emissão monetária. Atualmente, para a atual fase de transição a uma economia estabilizada com inflação baixa, sugerem-se dois mecanismos de controle da emissão monetária, a saber:

- a) a via direta, através do controle direto de um ou mais de um agregados monetários (a **âncora monetária**), e
- b) a via indireta, através da fixação do câmbio nominal numa banda estreita (a **âncora cambial**).

A razão da fixação do câmbio nominal se constituir numa via indireta de eliminação da passividade monetária é que é impossível garantir uma taxa de câmbio no longo prazo se a moeda doméstica cresce a taxas sistematicamente superiores às taxas de crescimento da moeda estrangeira (a moeda âncora). Ou seja, a manutenção da âncora cambial garante, no longo prazo, o fim da passividade monetária, ao ancorar as taxas de crescimento da moeda doméstica nas taxas de crescimento da moeda âncora.

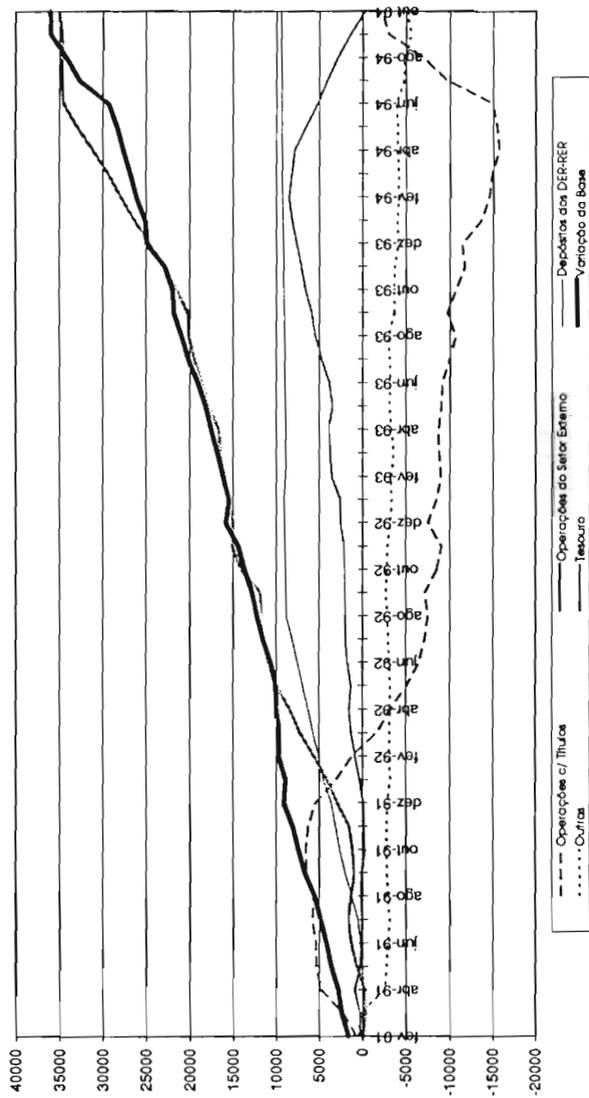
Ambas as vias podem ser bem sucedidas, uma vez que haja o ajuste fiscal. Sem este, ambas fatalmente fracassarão.

### Referências bibliográficas

- Banco Central do Brasil (1994). *Boletim do Banco Central do Brasil*, vários números.
- Blanchard, O. e S. Fischer (1989). *Lectures on Macroeconomics*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Carneiro, D. (1993). "Adaptação inflacionária, política monetária e estabilização". Texto para discussão n. 314. Depto. de Economia, PUC-Rio.
- Carneiro, D. e M. Garcia (1994). "Flujos de Capital y Control Monetario bajo Sustitución Doméstica de Dinero: La Reciente Experiencia Brasileña" In Steiner, R. (ed.), *Afluencia de Capitales y Estabilización en America Latina*. Bogotá: TM editores / Fedesarrollo.
- Granger, C. (1966) "The typical spectral shape of an economic variable." *Econometrica* 34, 150-161.
- Garcia, M. (1994a). "Avoiding some costs of inflation and crawling toward hyperinflation: The case of the Brazilian domestic currency substitute." Texto para discussão n. 314. Depto. de Economia, PUC-Rio.
- Garcia, M. (1994b). "Política Monetária, Depósitos Compulsórios e Inflação." Texto para discussão n. 323. Depto. de Economia, PUC-Rio.
- Garcia, M. e E. Fernandes (1993). "Regulación y Supervisión de los Bancos Comerciales en Brasil." In Held e Szalachman, eds., *Regulación y Supervisión de la Banca: Experiencias en America Latina y el Caribe*. Santiago: CEPAL/PNUD.
- Garcia, M. e F. Giambiagi (1995). "Dívidas, déficit e inflação no Brasil no início dos anos 90." Texto em elaboração.
- Pastore, A. (1994a) "Déficit público, a sustentabilidade do crescimento das dívidas interna e externa, senhoriagem e inflação: uma análise do regime monetário brasileiro." *Revista de Econometria*, Nov. 1994/Abr. 1995.
- Pastore, A. (1994b) "Passividade Monetária e Inércia" mimeo, FEA/USP.
- Sargent, T. e N. Wallace (1986) "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic" In Sargent, T. *Rational Expectations and Inflation*. New York: Harper and Row

GRÁFICO 1

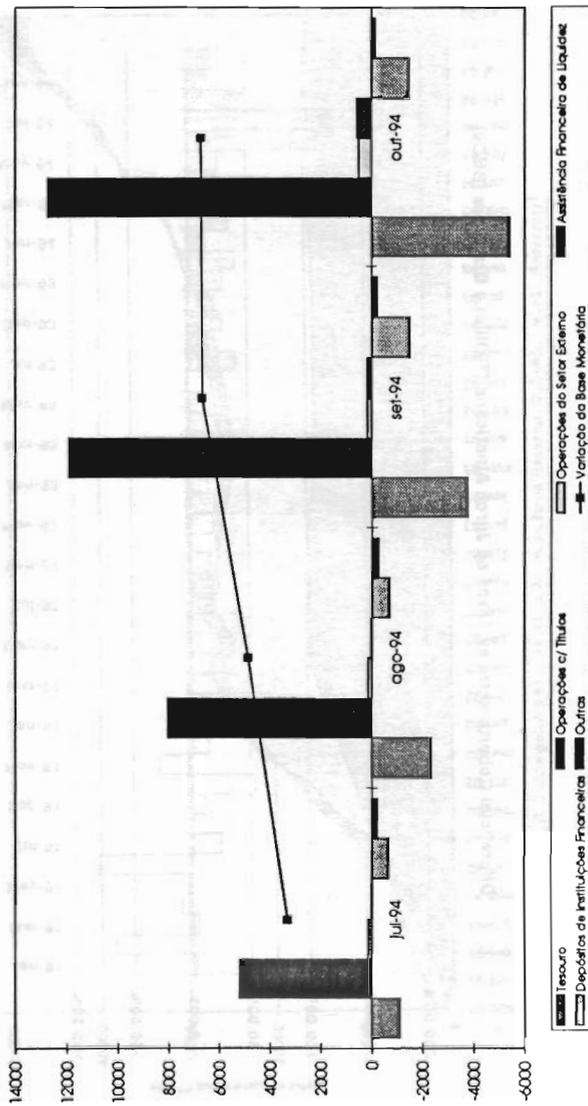
FATORES DE EXPANSÃO DA BASE MONETÁRIA



Dados em US\$ milhões até Julho de 94, após esta data dados em R\$ milhões.  
 Fonte: Banco Central do Brasil

GRÁFICO 2

FATORES DE EXPANSÃO DA BASE MONETÁRIA  
POS REAL



Fonte: Banco Central do Brasil

12/29/94

Gráfico 3

Diferencial Coberto entre as Taxas de Juros Americana (T-Bills) e Brasileira (BBCs)

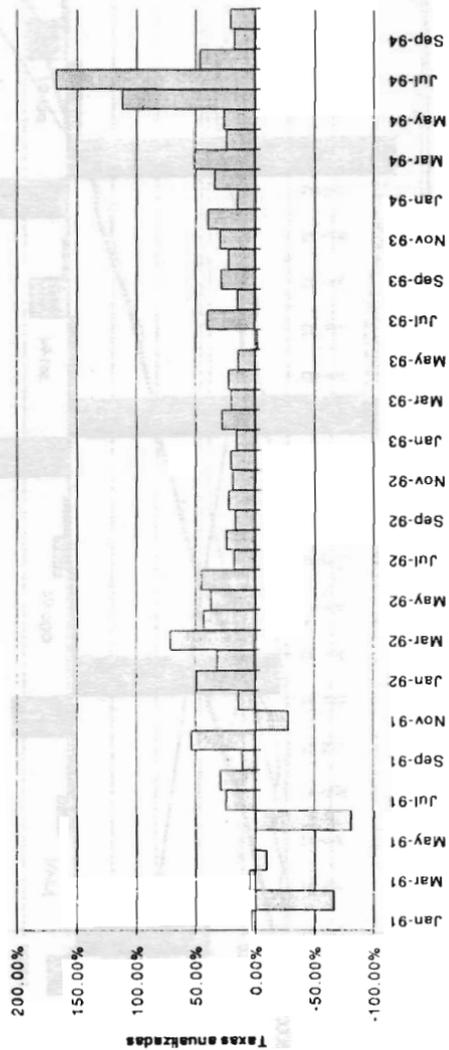
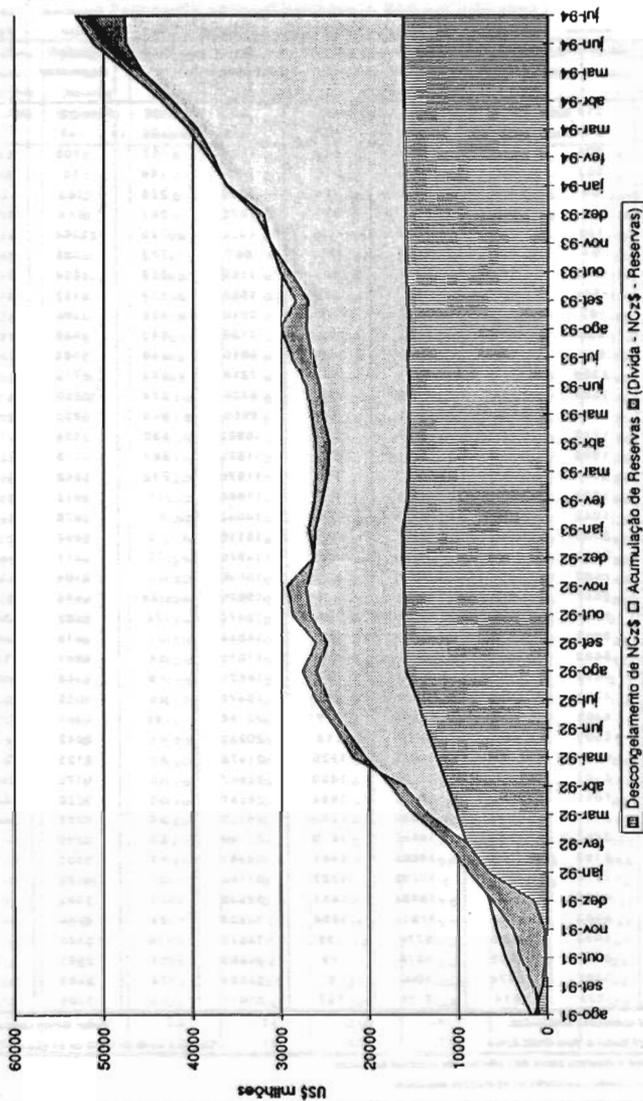


GRÁFICO 4

EMIÇÃO DE DÍVIDA PÚBLICA DOMÉSTICA,  
ACUMULAÇÃO DE RESERVAS E DEVOLUÇÃO DOS NCZ\$



**Tabela 1**  
**FATORES CONDICIONANTES DA BASE MONETÁRIA**  
**Média dos fluxos acumulados**

Ano/Mês	Tesouro Nacional	Tesouro Nacional Acumulado	Operações e/ Títulos Públicos Federais	Operações e/ Títulos Públicos Federais Acumulado	Operações do Setor Externo	Operações do Setor Externo Acumulado	Depósitos dos DEBER	Depósitos dos DEBER Acumulado	Assistência Financeira de Liquidez
	1/					2/			3/
01-Fev	318	318	779	779	31	31	-22	-22	588
Mar	-3	315	1455	2234	-356	-325	-21	-43	-258
Abr	593	908	2527	4781	122	-203	-57	-100	-247
Mai	-606	302	601	5382	872	689	138	36	-242
Jun	-218	86	38	5400	620	1289	226	262	-205
Jul	-70	16	307	5767	386	1675	282	544	-118
Ago	150	166	-64	5703	-356	1310	720	1264	-28
Set	-75	91	708	6409	-358	961	782	2028	0
Out	-337	-246	167	6576	224	1185	608	2634	82
Nov	102	-144	-269	6307	370	1555	508	3142	-193
Dez	77	-87	-814	5493	1381	2916	456	3598	31
92-Jan	417	350	-2371	3122	1204	4120	930	4528	-12
Fev	496	648	-1861	1241	1490	5610	536	5064	-4
Mar	480	1328	-2636	-1597	1609	7219	652	5718	-3
Abr	218	1546	-1540	-3146	1201	8420	574	6290	35
Mai	-216	1330	-1861	-5007	1538	9958	648	6938	-59
Jun	385	1715	-1457	-6464	977	10933	588	7528	-2
Jul	281	1996	-629	-7093	570	11503	584	8110	-1
Ago	18	2011	-408	-7501	176	11679	732	8842	-2
Set	-183	1826	370	-7131	179	11856	70	8912	266
Out	121	1949	-1352	-8483	2174	14032	64	8978	-148
Nov	145	2094	-532	-9015	1078	15110	18	8994	-64
Dez	426	2520	1499	-7518	-131	14979	77	9071	-134
93-Jan	42	2562	-955	-8471	621	15600	33	9104	-338
Fev	985	3547	-511	-8982	320	15920	-168	8936	-31
Mar	234	3781	198	-6784	559	16479	-74	8862	8
Abr	161	3942	84	-8700	165	16644	51	8913	-21
Mai	-460	3482	-320	-9020	1226	17870	34	8947	-11
Jun	331	3813	-106	-9126	701	18571	19	8966	-9
Jul	891	4704	-833	-9959	906	19477	69	9035	-13
Ago	788	5492	-734	-10693	657	20134	-34	9001	-6
Set	399	5891	959	-9704	118	20252	41	9042	-945
Out	728	6619	-975	-10679	1226	21478	83	9125	-7
Nov	482	7101	-1027	-11706	1469	22947	45	9170	-6
Dez	510	7611	285	-11421	1634	24581	56	9228	-9
94-Jan	547	8158	-2199	-13620	1749	26330	36	9262	-8
Fev	379	8537	-907	-14527	1810	27940	28	9290	-6
Mar	-336	8199	-367	-14894	1441	29381	11	9301	-10
Abr	-276	7924	-809	-15703	1727	31108	-27	9328	-5
Mai	-1348	6576	209	-15494	1831	32939	34	9362	-5
Jun	-1374	5202	579	-14915	1594	34533	24	9386	24
Jul	-1109	4093	5185	-9730	139	34672	-26	9360	14
Ago	-1238	2855	2652	-6678	13	34685	31	9391	14
Set	-1433	1422	3678	-3000	9	34694	74	9465	137
Out	-1645	-223	814	-2186	337	35031	40	9505	397

1/ Não inclui operações com títulos.

2/ Em Jan/93 inclui o Voto CMN SBIB.

3/ Inclui penas e recursos sobre delinquências de reservas bancárias.

4/ Inclui recebimento decorrente de operações especiais.

5/ A partir de Mai/92 inclui compulsório e/ Sep. Judic. e e/ Fianças. A partir de 4/11/94, inclui compulsório e/ emprést. Financ. e Créd.

6/ Esta coluna foi obtida através da soma das colunas K, M, O, Q, S, U da tabela original em Excel.

Fonte: Banco Central do Brasil

\*Dados a partir de Junho de 84 são em R\$ milhões

**Tabela 1**  
**FATORES CONDICIONANTES DA BASE MONETÁRIA**  
**Média dos fluxos acumulados**

Ano/Mês	Assistência Financeira de Liquidez Acumulado	Aplicações de Reserva Monetária 4/	Aplicações de Reserva Monetária Acumulado	Depósitos Renda Fixa Curto Prazo	Depósitos Renda Fixa Curto Prazo Acumulado	Depósitos de Institui- ções Financeiras 5/	Depósitos de Institui- ções Financeiras Acumulado	Depósitos dos F.A.F.	Depósitos dos F.A.F. Acumulado
91-Fev	588	0	0	0	0	-71	-71	0	0
Mar	330	0	0	0	0	-21	-92	0	0
Abr	83	0	0	0	0	-43	-135	-2556	-2556
Mai	-159	0	0	0	0	6	-129	-16	-2571
Jun	-364	98	98	0	0	39	-90	-107	-2678
Jul	-482	-1	97	0	0	-9	-99	-132	-2810
Ago	-510	2	99	0	0	38	-61	183	-2827
Set	-510	0	99	0	0	8	-53	137	-2490
Out	-428	0	99	0	0	-7	-60	-50	-2540
Nov	-821	0	99	0	0	-12	-72	175	-2365
Dez	-590	0	99	0	0	31	-41	-157	-2522
92-Jan	-602	-1	98	0	0	-208	-249	-142	-2664
Fev	-606	17	115	0	0	24	-225	74	-2590
Mar	-609	0	115	0	0	-56	-281	11	-2579
Abr	-574	0	115	0	0	27	-254	-89	-2668
Mai	-633	-1	114	0	0	-83	-337	78	-2590
Jun	-635	6	120	0	0	66	-251	21	-2569
Jul	-636	0	120	0	0	-7	-258	56	-2514
Ago	-638	0	120	0	0	1	-257	126	-2388
Set	-372	0	120	0	0	25	-232	-167	-2556
Out	-520	0	120	0	0	9	-223	23	-2532
Nov	-584	0	120	0	0	-44	-267	40	-2492
Dez	-718	0	120	0	0	-7	-274	-233	-2725
93-Jan	-1054	0	120	0	0	-69	-363	214	-2511
Fev	-1086	0	120	0	0	43	-320	26	-2485
Mar	-1077	0	120	0	0	-197	-517	-127	-2612
Abr	-1098	0	120	0	0	44	-473	217	-2395
Mai	-1109	0	120	0	0	-2	-475	158	-2237
Jun	-1118	0	120	0	0	-99	-574	3	-2234
Jul	-1131	0	120	0	0	-15	-589	0	-2234
Ago	-1137	0	120	0	0	33	-556	54	-2180
Set	-2082	0	120	0	0	33	-523	144	-2036
Out	-2089	0	120	0	0	9	-514	22	-2014
Nov	-2095	0	120	0	0	-63	-597	-21	-2035
Dez	-2104	0	120	0	0	-254	-851	-124	-2159
94-Jan	-2112	1	121	0	0	-222	-1073	264	-1895
Fev	-2118	-63	58	0	0	9	-1064	-72	-1967
Mar	-2128	-1	57	0	0	76	-988	-152	-2119
Abr	-2133	0	57	-8	-8	21	-967	142	-1977
Mai	-2138	-1	58	-8	-16	49	-918	-67	-2044
Jun	-2114	24	60	24	8	24	-894	24	-2020
Jul	-2100	-5	75	-253	-245	-663	-1557	49	-1971
Ago	-2086	-1	74	-94	-339	-46	-1603	-20	-1991
Set	-1949	-1	73	-11	-360	-817	-2420	-14	-2006
Out	-1552	-1	72	-13	-363	70	-2350	-12	-2017

**Tabela 1**  
**FATORES CONDICIONANTES DA BASE MONETÁRIA**  
**Média dos fluxos acumulados**

Ano/Mês	Outras Contas	Outras Contas Acumulado	Varição da Base Monetária	Varição da Base Monetária Acumulada	Outras	Outras Acumulado
91-Fev	9	9	1632	1632	844	526
Mar	-6	3	785	2417	-288	241
Abr	41	44	380	2797	-2212	-2564
Mai	44	88	797	3594	-813	-2771
Jun	60	148	554	4148	-331	-2686
Jul	2	150	709	4857	-328	-3144
Ago	25	175	669	5526	370	-2924
Set	-26	149	1155	6681	44	-2806
Out	33	182	720	7401	-279	-2747
Nov	14	196	694	8095	86	-2763
Dez	32	228	1017	9112	14	-2826
92-Jan	6	234	-177	8935	60	-3183
Fev	5	239	760	9695	614	-3067
Mar	5	244	-141	9554	437	-3110
Abr	14	258	433	9987	205	-3123
Mai	3	261	45	10032	-278	-3185
Jun	15	276	619	10651	511	-3059
Jul	24	300	878	11529	352	-2988
Ago	28	328	669	12198	168	-2835
Set	20	348	580	12778	-39	-2691
Out	20	368	910	13688	25	-2787
Nov	23	391	864	14352	100	-2832
Dez	18	409	1515	15867	70	-3168
93-Jan	58	465	-416	15451	-113	-3343
Fev	32	497	696	16147	1055	-3273
Mar	38	535	639	16786	-44	-3551
Abr	14	549	714	17500	415	-3297
Mai	42	591	668	18168	-273	-3110
Jun	23	614	863	19031	249	-3192
Jul	130	744	1135	20166	993	-3090
Ago	15	759	772	20938	884	-2994
Set	107	866	887	21825	-262	-3655
Out	24	890	111	21936	776	-3607
Nov	28	918	888	22824	400	-3689
Dez	10	928	2107	24931	133	-4066
94-Jan	28	956	195	25126	610	-4003
Fev	30	986	1009	26135	277	-4105
Mar	11	997	670	26805	-414	-4161
Abr	19	1016	838	27643	-106	-4012
Mai	14	1030	708	28351	-1366	-4030
Jun	24	1054	970	29321	-1230	-3866
Jul	13	1067	3318	32639	-1954	-4731
Ago	27	1094	1538	34177	-1358	-4851
Set	-2	1092	1819	35996	-2141	-5559
Out	58	1150	45	36041	-1146	-5060

## Textos para Discussão

311. Abreu, M. P. "O Brasil na Rodada Uruguai do GATT: 1982-1993"
312. Amadeo, E. J. "Distributive and welfare effects of inflation and stabilization"
313. Bonomo, M. "Optimal two-sided and suboptimal one-sided state-dependent pricing rules"
314. Carneiro, D.D. "Adaptação inflacionária, política monetária e estabilização"
315. Amadeo, E.J. ; Camargo, J.M. "Institutions and the labor market in Brazil"
316. Amadeo, E.J. ; Villela, A. "Crescimento da produtividade e geração de empregos na indústria brasileira"
317. Mello, M. F. "Privatização e ajuste fiscal no Brasil".
318. La Rocque, E.C. ; Garcia, M.G.P. "O mercado futuro de taxas de juros no Brasil: especificidades teóricas e empíricas do mercado de DI- futuro".
319. Almeida, H. ; Camargo, J.M. "Human capital investment and poverty".
320. Camargo, J.M ; Barros, R. P. de "Porca Miséria II . As causas da pobreza no Brasil".
321. Amadeo, E.J. "Negociações coletivas e desempenho do mercado de trabalho", agosto 1994
322. Amadeo, E.J.; Scandiuzzi, J.C.; Pero, V. "Ajuste empresarial, empregos e terceirização", setembro 1994
323. Garcia, M.G.P. "Política monetária, depósitos compulsórios e inflação", setembro 1994
324. Amadeo, E.; Gonzaga, G. "Inflation and economic policy reform: Social implications in Brazil", setembro 1994
325. Abreu, M.P. "O NAFTA e as relações econômicas brasileiras", setembro 1994
326. Garcia, M. P. G. "Avoiding some costs of inflation and crawling toward hyperinflation: the case of the Brazilian domestic currency substitute", dezembro 1994.
327. Abreu, M.P., Carneiro, D.D., Werneck, R.L.F. "Government and economic growth: a three-gap view of the long-run prospects of the Brazilian economy", dezembro 1994
328. Terra, M. C. T. "Multiple equilibria and protectionism", dezembro 1994
329. Abreu, M.P., Carneiro, D.D., Werneck, R.L.F. "Growth and environment trade-offs: three gap simulations for Brazil", dezembro 1994.