POLÍTICA MONETÁRIA E CAMBIAL: ALGUMAS LIÇÕES DO PERÍODO 1991-1994

Márcio G. P. Garcia

Depto. de Economia – PUC-Rio

RESUMO

O sucesso do Plano Real em manter a inflação baixa nos próximos anos depende da obtenção de reduzidas taxas de expansão monetária. Para tanto, é necessário não só eliminar o financiamento inflacionário do déficit fiscal, como também a passividade da moeda, que foi o combustível da inflação nos anos recentes. A passividade da moeda dos últimos anos adveio do mecanismo operacional do BACEN, que praticava uma regra de taxa de juros cujo objetivo não era o de reduzir significativamente a inflação, mas o de manter uma demanda estável pela dívida pública. Sugerem-se as seguintes medidas: prosseguir a reforma da relação entre Tesouro e o BACEN, para impedir o financiamento inflacionário do déficit público; permitir que o BACEN exerça suas funções de regulação e supervisão sobre os Bancos Estaduais e mudar o mecanismo operacional do BACEN, eliminando a zerada automática e impondo gradativamente maiores custos de iliquidez aos bancos.

PALAVRAS-CHAVE

política monetária, política cambial, passividade monetária, inflação, hiperinflação, políticas de estabilização, economia brasileira

ABSTRACT

The success of the current Brazilian stabilization plan in maintaining low inflation in the coming years depends on reduced rates of monetary expansion. It is necessary not just to eliminate the inflationary financing of the fiscal deficit but also to eliminate the passiveness of monetary policy, which has fueled inflation recently. In the past the Central Bank (CB) has followed a real interest rate target procedure, aiming not at low inflation, but at maintaining a stable demand for public debt. Monetary expansion has been allowed to occur passively in support of this objective. Several monetary policy recommendations are outlined to support the Real Plan, among those: fully separate the CB from the treasury to impede inflationary financing; give the CB autonomy to exercise true supervision and regulation in the government owned banks; change the operating mechanism of the CB, gradually imposing greater illiquidity costs on the banks.

KEY WORDS

monetary policy, exchange-rate policy, monetary passiveness, inflation, hiperinflation, stabilization policies, Brazilian economy

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 períodos vindouros. Isto porque o fenômeno de inflação alta e persistente só pode se verificar com taxas elevadas de expansão monetária. Embora seja possível teoricamente a existência de uma hiperinflação sem o correspondente descontrole da emissão monetária (vide BLANCHARD & 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 mordaça de forma a impedir a ingestão de alimentos. A prescrição é de eficácia indubitável, mas quase nada 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, passa-se 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 débito numa conta do ativo do BC. Assim, débitos 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 dos fatores de expansão da base monetária, o par de lançamentos contábeis acima se mostrará decomposto num fator de expansão da base monetária (o débito 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 débito 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 por meio da emissão de moeda para pagar déficits fiscais. Em diversos países, tal financiamento é feito mediante a compra, pelo Banco Central, de títulos do Tesouro (inclusive no mercado secundário), 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 com o setor privado, pode dar origem a uma forma de passividade monetária, conforme ressaltam Thomas Sargent e Neil Wallace no clássico artigo *Some Unpleasant Monetarist Arithmetic* (SARGENT & WALLACE, 1986). Naquele artigo, os autores mostram que o acúmulo de dívida pública com o 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 as expectativas racionais, a expectativa de monetização no futuro trará inflação já no presente, a despeito da inexistência de monetização no momento presente.[1] Ou seja, o crescimento da dívida pública com o 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,

1. *O argumento da aritmética monetarista de Sargent e Wallace significa que o nível de preços eleva-se inequivocamente mesmo sem aumento da quantidade de moeda (passividade monetária) no presente, posto que a expectativa de monetização da dívida no futuro ocasiona uma retração da demanda de moeda no presente.* Agradeço ao parecerista por esta forma alternativa de expor o argumento do texto.

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.[2]

O Gráfico 1 mostra o comportamento dos principais fatores de expansão da base monetária de fevereiro de 1991 até outubro de 1994.[3] No referido gráfico, acumulam-se desde fevereiro de 1991 as variações mensais (em US$ até junho de 1994 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.[4] Ou seja, se o único fator de expansão da base monetária fosse a existência de déficits públicos, a emissão monetária do período seria cerca de seis vezes menor do que a que efetivamente ocorreu.[5]

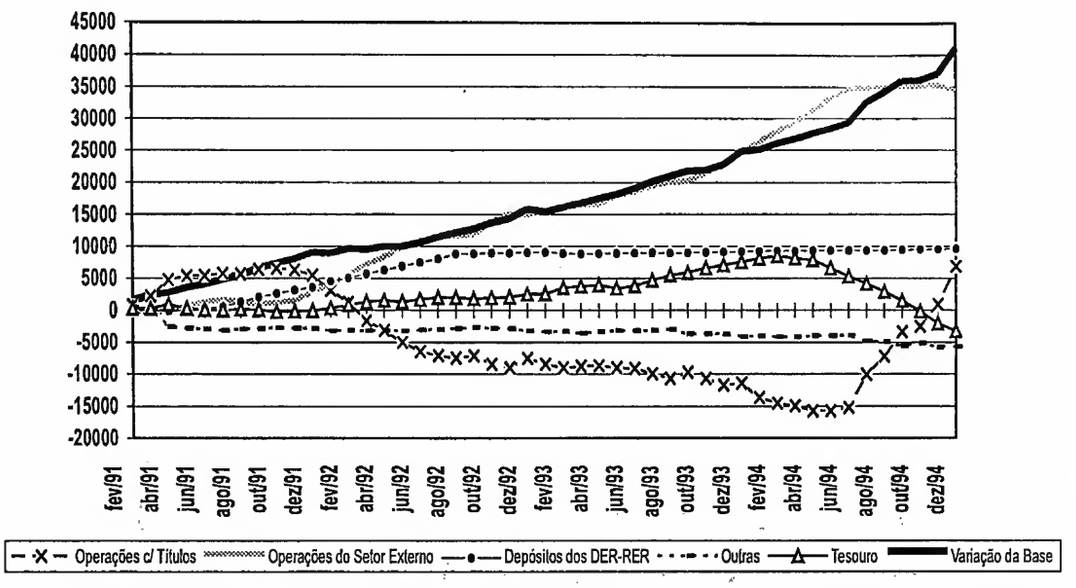
2.1.2. Assistência às Instituições Financeiras Públicas e Privadas

Para assistir instituições financeiras em dificuldades o BC provê crédito a tais instituições. Isto é feito por meio 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.

---

2. Outros lançamentos contábeis também afetam a CUT, mas não entraremos aqui em detalhes sobre esses. Uma advertência que se faz necessária é que os recursos depositados na CUT são de propriedade do Tesouro. Se num determinado período ocorrem mais saques do que depósitos na CUT (com a conseqüente expansão monetária) isso não significa necessariamente que o BC esteja financiando o déficit público. O próprio Tesouro pode estar financiando o seu excesso temporário de gastos sobre receitas caso a CUT tivesse saldo inicial positivo para cobrir tal excesso. O BC só financia o Tesouro por meio da CUT se o saldo desta for negativo, ou seja, quando o Tesouro "entra no seu cheque especial".
3. Os dados que permitiram confeccionar o Gráfico 1 vieram da Tabela 1 no apêndice.
4. 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)=0,71] no início do mês seguinte.
5. Esta última afirmação precisa ser analisada 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 contábeis 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 aproxidamente correta.

GRÁFICO 1
FATORES DE EXPANSÃO DA BASE MONETÁRIA



Nota: Dados em US$ milhões até julho de 94; após esta data dados em R$ milhões.

Fonte: Banco Central do Brasil.

Este fator foi em geral negativo no período pré-Real, constituindo-se num fator de contração da base monetária.[6] No primeiro semestre 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,[7] que expõe os fatores de expansão da base monetária no primeiro semestre pós-Real, e será analisado posteriormente.

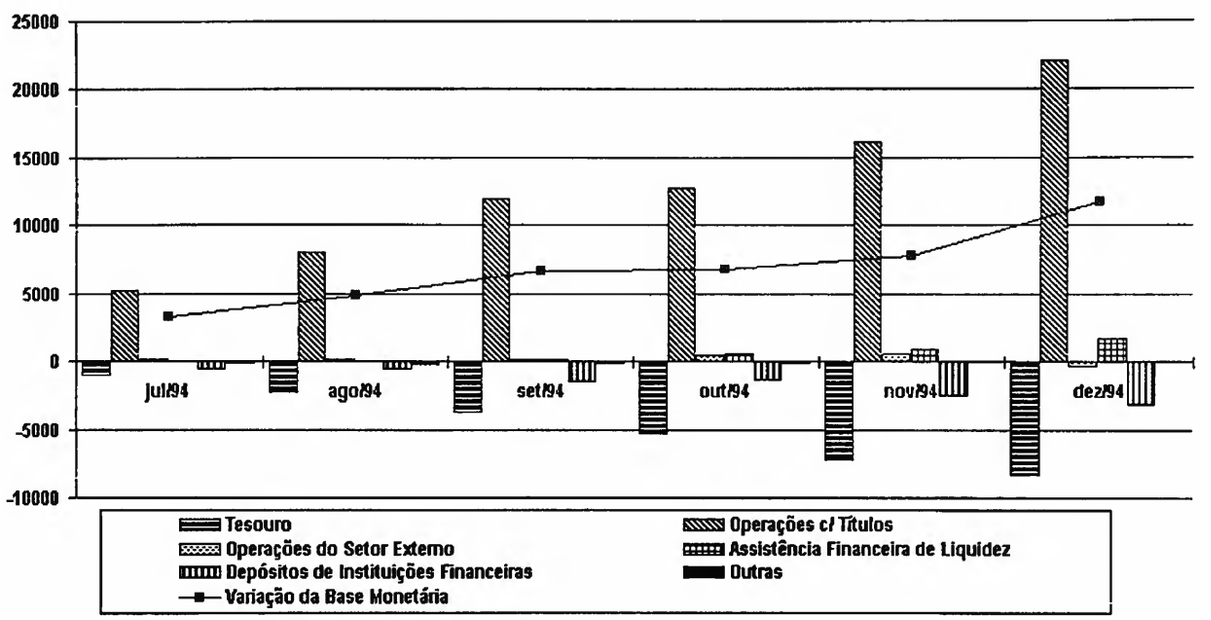
2.1.3. Operações com Reservas Internacionais

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 taxa real de câmbio razoavelmente estável. 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

6. Vide Tabela 1. No Gráfico 1 este fator está incluído no item Outras.
7. Para uma descrição dos compulsórios pós-Real, vide GARCIA (1995).

junho/94, o BC comprou liquidamente, em média, cerca de US$ 5 bilhões por trimestre, vide Gráfico 1).[8] 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.

GRÁFICO 2
FATORES DE EXPANSÃO DA BASE MONETÁRIA PÓS-REAL



Fonte: Banco Central do Brasil.

No primeiro semestre 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 primeiros seis meses do Real.

8. Para uma descrição dos efeitos monetários dos fluxos de capitais internacionais, vide CARNEIRO & GARCIA (1993).

O fato de o BC ter que operar sempre por meio do instrumento 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 exceda um determinado patamar máximo (mas isto só é observável ao final do dia). Teoricamente, para qualquer regra de controle de agregado monetário que se queira, há uma forma de implementá-la por meio do instrumento taxa de juros (a taxa SELIC).

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 freqüentemente ele alterava a taxa de juros. Esta idéia tornar-se-á mais clara ao longo do artigo.

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). Ante 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

---

acima. No sistema atual, os bancos apenas compensam suas posições líquidas ao final do dia.

mínimo da taxa de juros mais altas sobre a demanda de bens e serviços. Isto se deve basicamente a que:[13]

1) firmas e famílias já pouco recorriam ao crédito, ou seja, o volume de crédito pouco diminuía diante de 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.

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 e a desindexação haveria condições de se recobrar o controle sobre a política monetária.

Em resumo, como já havíamos adiantado, 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 reduzir significativamente a inflação, mas tão-somente evitar a hiperinflação.*[14]

13. Para uma análise do efeito das taxas de juros sobre a inflação, vide GARCIA (1994).
14. Vide CARNEIRO (1993).

Tal mecanismo é a fonte de geração da passividade monetária. A tão propalada **zerada** ou **zeragem automática** é apenas uma pequena, e nem tão importante assim, parte da implementação desta regra de taxa de juros. A zerada automática apenas corrige os erros eventualmente cometidos durante as horas normais de operação do mercado aberto. A maior parte da "zeragem"[15] dos bancos ocorre durante o expediente normal do mercado aberto. Ou 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.[16] 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

15. 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 por meio da compra pelo BC de títulos públicos no mercado aberto. Freqüentemente, tais títulos são comprados pelo BC por apenas um dia, mediante acordo de **revenda** (pelo BC na manhã seguinte à compra).
16. Vide CARNEIRO & GARCIA (1993) para uma descrição da regra de fixação do câmbio real pelo BC e para uma análise de sua *rationale*.

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 dessemelhança 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.

Após a mididesvalorização 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 & 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.

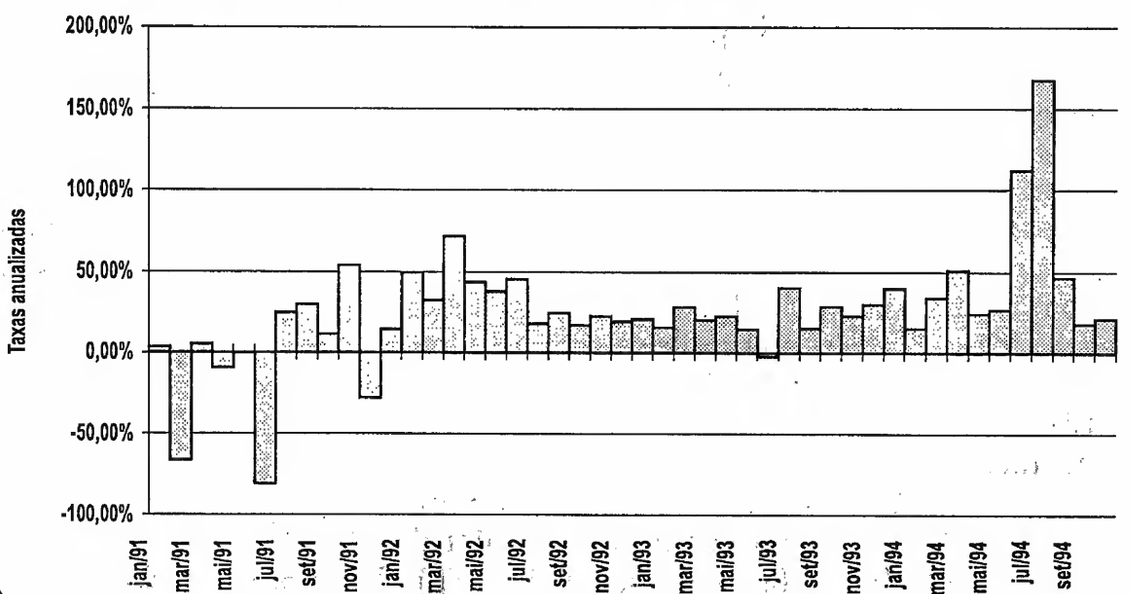
Com o benefício de analisar a história já ocorrida, sabe-se hoje que os altos juros causaram um enorme influxo de capitais. O Gráfico 3 mostra o diferencial coberto entre as taxas de juros dos EUA e do Brasil. Suponha um investidor com recursos em US$ dispondo das opções de investir em títulos do tesouro 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$100 no final do mês. Para se cobrir quanto ao risco cambial - a desvalorização do R$ ante o US$ -, ele também compra divisas (US$) para entrega futura no valor de R$100 no mercado futuro de câmbio da BM&F[17] (ao preço de $100/[1+f]$). Assim procedendo, o investidor sabe que receberá, em US$, a taxa de retorno $\{(1+i)/(1+f) - 1\}$. 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 EUA, ou $\left\{\left[\frac{(1+i)}{(1+i^*)\quad(1+f)} - 1\right]\cdot 100\right\}\%$.

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 por meio do mercado futuro elimina o **risco cambial**. A partir de fins de 1993,

17. 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).

parte desse 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.

GRÁFICO 3
DIFERENCIAL COBERTO ENTRE AS TAXAS DE JUROS AMERICANA (T-BILLS) E BRASILEIRA (BBCs)



Parte do diferencial também pode ser atribuído ao risco do ágio entre os mercados comercial e flutuante de câmbio. Dado que uma parte dos recursos investidos entrou no país via mercado flutuante de câmbio, só podendo também sair por meio desse mercado - isto é, não podendo ter acesso à cotação do câmbio comercial -, e dado que o mercado futuro da BM&F negocia apenas o dólar comercial, parte do diferencial coberto entre as taxas de juros americana e brasileira pode ser atribuída ao risco do ágio entre os mercados comercial e flutuante de câmbio.

De qualquer forma, 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),[18] **não** se pode atribuir causação. 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 aceitar que as taxas de juros elevadas advieram de uma demanda por Cr$ que **não** era atendida pelo BC por meio 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.

É por esta razão que se evita 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 o excesso de liquidez mediante a venda de títulos públicos. Para realizar tal enxugamento de liquidez o Banco Central eleva a taxa de juros (reduz o PU[19] 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 de o 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.[20]

---

18. 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.
19. Preço Unitário.
20. Note-se que as restrições ao investimento estrangeiro tornaram tal caminho cada vez mais longo e custoso, bem como mais lucrativo às instituições financeiras que intermediavam os fundos.

Caso o BC **não** tivesse atuado, a taxa de juros teria caído (o PU teria subido) ante o influxo de capitais para comprar títulos públicos, e o fluxo se estancaria sem significativa e continuada 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 significativa e continuada 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.[21]

O problema macroeconômico do influxo de capitais é de ordem fiscal. O influxo de capitais representou e representa ainda uma enorme sangria fiscal, porque o que o consolidado (governo e BC) fez foi trocar dívida externa de custo baixo por dívida interna de custo muito mais elevado. O já citado efeito modelado por Thomas Sargent e Neil Wallace no clássico artigo *Some Unpleasant Monetarist Arithmetic* (SARGENT & WALLACE, 1986) prevê o impacto inflacionário de choques fiscais como o aumento dos juros que a troca de dívida externa por interna ocasionou, mas sua validade empírica ainda precisa ser provada.

Uma outra possibilidade quanto aos efeitos inflacionários dos fluxos recentes de capital especulativo para aplicação em títulos públicos é por meio da constatação de que o controle monetário fica bem mais difícil quando fluxos cambiais da dimensão dos que ocorreram **transitam** pela base monetária antes de chegar aos títulos públicos. Essa é uma hipótese que cabe investigar mediante a comparação internacional.

O certo é que os influxos de capitais externos que ocorreram tiveram muito pouco a ver com a explicação da passividade monetária do livro-texto e, portanto, **não** responderam de forma importante pela passividade da moeda no período pré-Real. Ressalve-se que o que aqui se faz não é um exercício de lógica, mas uma análise de um período específico da história econômica brasileira; o mecanismo do livro-texto pode muito bem se aplicar a outros períodos e/ou outros países.

---

21. 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).

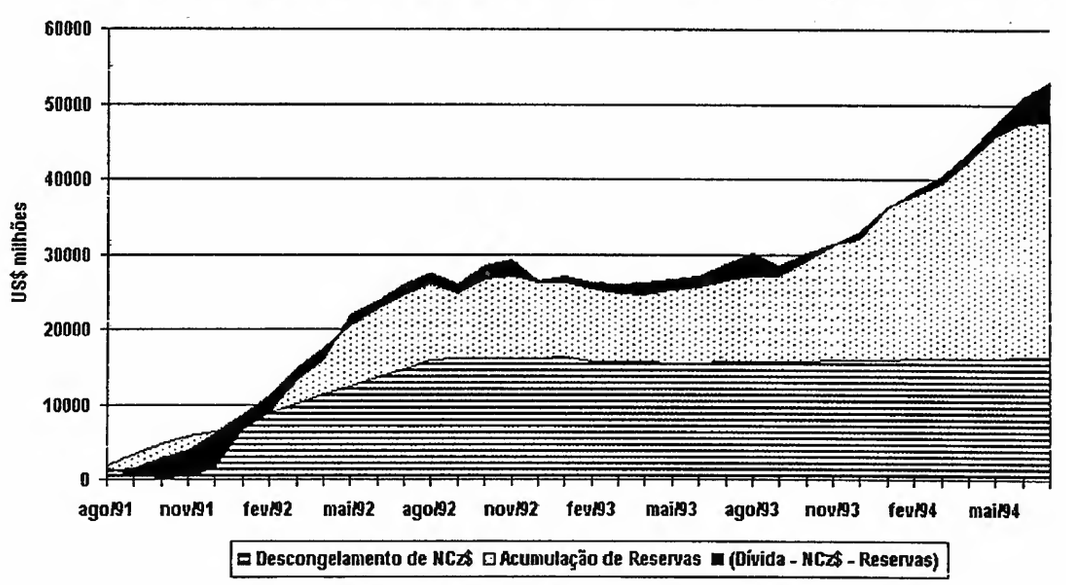
6. O ROMPIMENTO DA PASSIVIDADE MONETÁRIA

Com base na análise previamente realizada, passa-se agora a apresentar as medidas que julgo necessárias para garantir o fim da passividade monetária. Inicialmente, contudo, abordar-se-á o financiamento inflacionário dos gastos fiscais dada sua grande importância.

6.1. O Fim do Financiamento Monetário de Gastos Fiscais: a Relação entre Tesouro e Banco Central

O Gráfico 4 mostra que a dívida pública doméstica acumulada desde fins de 1991 correspondeu quase totalmente à soma da devolução dos NCz$ retidos pelo Plano Collor I com a acumulação de reservas internacionais pelo BC. Ou seja, a dívida emitida **não** atendeu a necessidades de financiamento do Tesouro, **mas sim** à reconversão da poupança compulsória em poupança 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.[22]

GRÁFICO 4
EMISSÃO DE DÍVIDA PÚBLICA DOMÉSTICA, ACUMULAÇÃO DE RESERVAS E DEVOLUÇÃO DOS NC$



22. O Gráfico 4, apesar de bastante ilustrativo, é incompleto. Há que se considerar possíveis aumentos no envididamento externo do Tesouro (na realidade ocorreram sucessivas reduções) e o uso da receita de senhoriagem. GARCIA & GIAMBIAGI (1996) apresentam a contabilidade completa de todos estes efeitos.

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, mediante o 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 vêm 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 por meio 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 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 senhoriagem do Banco Central ao Tesouro Nacional. Significativas reformas foram feitas na gestão do então 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. À medida 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 das quais os BEs atualmente gozam (vide GARCIA & FERNANDES, 1993) quanto à regulação e supervisão pelo BC, tornando-os iguais a todos os demais bancos perante o órgão fiscalizador.[23]

6.3. A Retirada da Conta Única do Tesouro do Banco Central do Brasil

A exigência constitucional de o 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

23. Este texto foi escrito antes das intervenções no BANESPA e no BANERJ, além do Banco de Desenvolvimento do RN, em 30/12/1994.

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 interviesse. Dado o mecanismo de compulsórios defasados, isso faria a taxa de juros explodir até o nível do redesconto. 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 esterilizar tal fluxo mediante a 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 por meio 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 de 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, mediante o controle direto de um ou mais de um agregados monetários (a **âncora monetária**); e

b) a via indireta, por meio 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. *Boletim do Banco Central do Brasil*, vários números, 1994.

BLANCHARD, O. & FISCHER, S. *Lectures on macroeconomics*. Cambridge, MA: MIT Press, 1989.

CARNEIRO, D. Adaptação inflacionária, política monetária e estabilização. *Texto para discussão* n. 314. Depto. de Economia, PUC-Rio, 1993.

CARNEIRO, D. & GARCIA, M. 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 / Fedesarollo, 1994.

GRANGER, C. The typical spectral shape of an economic variable. *Econometrica* 34, p. 150-161, 1966.

GARCIA, M. 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, 1994.

_____. Política monetária, depósitos compulsórios e inflação. *Revista de Economia Política*, abril-junho, 1995.

GARCIA, M. & FERNANDES, E. Regulación y supervisión de los Bancos Comerciales en Brasil. *In:* HELD & SZALACHMAN (eds.), *Regulación y supervisión de la banca: experiencias en America Latina y el Caribe.* Santiago: CEPAL/PNUD, 1993.

GARCIA, M. & GIAMBIAGI, F. *Dívidas, déficit e inflação no Brasil no início dos anos 90*, 1996, Texto em elaboração.

PASTORE, A. 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, 1994a.

_____. Passividade monetária e inércia. FEA/USP, 1994b, *mimeo.*

SARGENT, T. & WALLACE, N. Some unpleasant monetarist arithmetic. *In:* SARGENT, T. (ed.), *Rational expectations and inflation.* New York: Harper and Row, 1986.

Este artigo foi originalmente elaborado no âmbito de um convênio CEPAL/IPEA, cuja assistência financeira eu agradeço. Paula de Faro, Leonardo Rezende, Patrícia Aquino e José Gustavo Féres prestaram inestimável assistência de pesquisa. O DEPE/Banco Central forneceu grande parte dos dados. Carlos Augusto Dias de Carvalho e Marcos J. Mendes forneceram oportunos comentários. Um parecerista anônimo também enriqueceu o texto. A todos eu muito agradeço, ressalvando minha inteira responsabilidade sobre os erros deste artigo.

(Recebido em março de 1995. Aceito para publicação em janeiro de 1996).

TABELA 1 FATORES CONDICIONANTES DA BASE MONETÁRIA Média dos Fluxos Acumulados

Ano/Mês	Tesouro Nacional 1/	Tesouro Nacional Acumul.	Oper. c/ Títulos Públicos Federais	Oper. c/ Títulos Públicos Federais Acumulado	Oper. do Setor Externo 2/	Oper. do Setor Externo Acumul.	Depós. dos DER-RER	Depós. dos DER-RER Acumul.	Assistência Financeira de Liquidez 3/
91-Fev	318	318	779	779	31	31	-22	-22	588
Mar	-3	315	1455	2234	-356	-325	-21	-43	-258
Abr	593	908	2527	4761	122	-203	-57	-100	-247
Mai	-606	302	601	5362	872	669	136	36	-242
Jun	-216	86	38	5400	620	1289	226	262	-205
Jul	-70	16	367	5767	386	1675	282	544	-118
Ago	150	166	-64	5703	-356	1319	720	1264	-28
Set	-75	91	706	6409	-358	961	762	2026	0
Out	-337	-246	167	6576	224	1185	608	2634	82
Nov	102	-144	-269	6307	370	1555	508	3142	-193
Dez	77	-67	-814	5493	1361	2916	456	3598	31
92-Jan	417	350	-2371	3122	1204	4120	930	4528	-12
Fev	498	848	-1881	1241	1490	5610	536	5064	-4
Mar	480	1328	-2838	-1597	1609	7219	652	5716	-3
Abr	218	1546	-1549	-3146	1201	8420	574	6290	35
Mai	-216	1330	-1861	-5007	1536	9956	648	6938	-59
Jun	385	1715	-1457	-6464	977	10933	588	7526	-2
Jul	281	1996	-629	-7093	570	11503	584	8110	-1
Ago	15	2011	-408	-7501	176	11679	732	8842	-2
Set	-183	1828	370	-7131	179	11858	70	8912	266
Out	121	1949	-1352	-8483	2174	14032	64	8976	-148
Nov	145	2094	-532	-9015	1078	15110	18	8994	-64
Dez	426	2520	1499	-7516	-131	14979	77	9071	-134
93-Jan	42	2562	-955	-8471	621	15600	33	9104	-336
Fev	985	3547	-511	-8982	320	15920	-168	8936	-31
Mar	234	3781	198	-8784	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	989	-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	9226	-9
94-Jan	537	8148	-2245	-13666	1812	26393	37	9263	-8
Fev	379	8527	-912	-14578	1616	28009	28	9291	-6
Mar	-366	8161	-402	-14980	1497	29506	15	9306	-10
Abr	-275	7886	-809	-15789	1727	31233	27	9333	-5
Mai	-1273	6613	24	-15765	1957	33190	38	9371	-4
Jun	-1330	5283	519	-15246	1612	34802	26	9397	-6
Jul	-1109	4174	5185	-10061	139	34941	-26	9371	14
Ago	-1238	2936	2852	-7209	13	34954	31	9402	14
Set	-1433	1503	3878	-3331	9	34963	74	9476	137
Out	-1645	-142	814	-2517	337	35300	40	9516	397
Nov	-1871	-2013	3423	906	50	35350	55	9571	368
Dez	-1181	-3194	5964	6870	-936	34414	63	9634	771

Fonte: Banco Central do Brasil. * Dados a partir de julho de 94 são em R$ milhões.

Notas: 1/ Não inclui operações com títulos.
2/ Em Jan/93 inclui o Voto CMN 52/93.
3/ Inclui apenas e recursos sobre deficiências de reservas bancárias.
4/ Inclui recebimento decorrente de operações especiais.
5/ A partir de Mai/92 inclui compulsório s/ Sep. Judic. e s/ Fianças. A partir de 4/11/94, inclui compulsório s/ emprést., Financ. e Créd.
6/ Esta coluna foi obtida por meio da soma das colunas K, M, O, Q, S, U da tabela original em Excel.

TABELA 1 - FATORES CONDICIONANTES DA BASE MONETÁRIA - Média dos Fluxos Acumulados

Ano/ Mês	Assistência Financeira de Liquidez Acumulado	Aplicaç. da Reserva Monet. 4/	Aplicaç. da Reserva Monet. Acumul.	Depósitos Renda Fixa Curto Prazo	Depósitos Renda Fixa Curto Prazo Acumulado	Depósitos de Instit. Financ. 5/	Depósitos de Instit. Financ. Acumul.	Depósitos dos F.A.F.
91-Fev	588	0	0	0	0	-71	-71	0
Mar	330	0	0	0	0	-21	-92	0
Abr	83	0	0	0	0	-43	-135	-2556
Mai	-159	0	0	0	0	6	-129	-15
Jun	-364	98	98	0	0	39	-90	-107
Jul	-482	-1	97	0	0	-9	-99	-132
Ago	-510	2	99	0	0	38	-61	183
Set	-510	0	99	0	0	8	-53	137
Out	-428	0	99	0	0	-7	-60	-50
Nov	-621	0	99	0	0	-12	-72	175
Dez	-590	0	99	0	0	31	-41	-157
92-Jan	-602	-1	98	0	0	-208	-249	-142
Fev	-606	17	115	0	0	24	-225	74
Mar	-609	0	115	0	0	-56	-281	11
Abr	-574	0	115	0	0	27	-254	-89
Mai	-633	-1	114	0	0	-83	-337	78
Jun	-635	6	120	0	0	86	-251	21
Jul	-636	0	120	0	0	-7	-258	55
Ago	-638	0	120	0	0	1	-257	126
Set	-372	0	120	0	0	25	-232	-167
Out	-520	0	120	0	0	9	-223	23
Nov	-584	0	120	0	0	-44	-267	40
Dez	-718	0	120	0	0	-7	-274	-233
93-Jan	-1054	0	120	0	0	-89	-363	214
Fev	-1085	0	120	0	0	43	-320	26
Mar	-1077	0	120	0	0	-197	-517	-127
Abr	-1098	0	120	0	0	44	-473	217
Mai	-1109	0	120	0	0	-2	-475	158
Jun	-1118	0	120	0	0	-99	-574	3
Jul	-1131	0	120	0	0	-15	-589	0
Ago	-1137	0	120	0	0	33	-556	54
Set	-2082	0	120	0	0	33	-523	144
Out	-2089	0	120	0	0	9	-514	22
Nov	-2095	0	120	0	0	-83	-597	-21
Dez	-2104	0	120	0	0	-254	-851	-124
94-Jan	-2112	1	121	0	0	-233	-1084	272
Fev	-2118	-63	58	0	0	9	-1075	-72
Mar	2128	-1	57	0	0	92	-9	
Abr	-2133	0	57	-8	-8	21	-962	142
Mai	-2137	-2	55	-11	-19	52	-910	-52
Jun	-2143	-1	54	-238	-257	-28	-938	328
Jul	-2129	-5	49	-253	-510	-663	-1601	49
Ago	-2115	-1	48	-94	-604	-46	-1647	-20
Set	-1978	-1	47	-11	-615	-817	-2464	-14
Out	-1581	-1	46	-13	-628	70	-2394	-12
Nov	-1213	-1	45	17	-611	-1127	-3521	15
Dez	-442	-1	44	-2	-613	-640	-4161	-4

TABELA 1 - FATORES CONDICIONANTES DA BASE MONETÁRIA - Média dos Fluxos Acumulados

Ano/ Mês	Depósitos dos F.A.F. Acumulado	Outras Contas	Outras Contas Acumul.	Variação da Base Monetária	Variação da Base Monetária Acumulada	Outras	Outras Acumulado 6/
91-Fev	0	9	9	1632	1632	844	526
Mar	0	-6	3	785	2417	-288	241
Abr	-2556	41	44	380	2797	-2212	-2564
Mai	-2571	44	88	797	3594	-813	-2771
Jun	-2678	60	148	554	4148	-331	-2886
Jul	-2810	2	150	709	4857	-328	-3144
Ago	-2627	25	175	669	5526	370	-2924
Set	-2490	-26	149	1155	6681	44	-2805
Out	-2540	33	182	720	7401	-279	-2747
Nov	-2365	14	196	694	8095	86	-2763
Dez	-2522	32	228	1017	9112	14	-2826
92-Jan	-2664	6	234	-177	8935	60	-3183
Fev	-2590	5	239	760	9695	614	-3067
Mar	-2579	5	244	-141	9554	437	-3110
Abr	-2668	14	258	433	9987	205	-3123
Mai	-2590	3	261	45	10032	-278	-3185
Jun	-2569	15	276	619	10651	511	-3059
Jul	-2514	24	300	878	11529	352	-2988
Ago	-2388	28	328	669	12198	168	-2835
Set	-2555	20	348	580	12778	-39	-2691
Out	-2532	20	368	910	13688	25	-2787
Nov	-2492	23	391	664	14352	100	-2832
Dez	-2725	18	409	1515	15867	70	-3188
93-Jan	-2511	56	465	-416	15451	-113	-3343
Fev	-2485	32	497	696	16147	1055	-3273
Mar	-2612	38	535	639	16786	-44	-3551
Abr	-2395	14	549	714	17500	415	-3297
Mai	-2237	42	591	668	18168	-273	-3110
Jun	-2234	23	614	863	19031	249	-3192
Jul	-2234	130	744	1135	20166	993	-3090
Ago	-2180	15	759	772	20938	884	-2994
Set	-2036	107	866	887	21825	-262	-3655
Out	-2014	24	890	111	21936	776	-3607
Nov	-2035	28	918	888	22824	400	-3689
Dez	-2159	10	928	2107	24931	133	-4066
94-Jan	-1887	30	958	203	25134	599	-4004
Fev	-1959	32	990	1011	26145	279	-4104
Mar	-2106	12	1002	690	26835	-420	-4158
Abr	1964	18	1020	838	27673	-107	-3990
Mai	-2016	15	1035	744	28417	-1275	-3992
Jun	-1688	27	1062	909	29326	-1248	-3910
Jul	-1639	-13	1049	3318	32644	-1980	-4781
Ago	-1659	27	1076	1538	34182	-1358	-4901
Set	-1673	-2	1074	1820	36002	-2141	-5609
Out	-1685	58	1132	45	36047	-1146	-5110
Nov	-1670	82	1214	1011	37058	-2517	-5756
Dez	-1674	-26	1188	4008	41066	-1083	-5658