



111 Dissertação

INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETÁRIA:  
UMA ANÁLISE DO CASO BRASILEIRO 1964-1974

PAULO CALDEIRA DE FREITAS



Dissertação para o Curso de Mestrado em  
Administração da Escola de Administra-  
ção de Empresas de São Paulo - Fundação  
Getúlio Vargas.

2070  
444/75

## Í N D I C E

	<u>Página</u>
INTRODUÇÃO .....	1
O PAPEL DA POLÍTICA MONETÁRIA DENTRO DA POLÍTICA ECONOMICA .....	5
FUNDAMENTOS TEÓRICOS DA POLÍTICA MONETÁRIA .....	16
A Teoria Quantitativa .....	16
A Visão keynesiana da Moeda .....	21
A moderna formulação da teoria quantitativa .....	48
A COMPOSIÇÃO DOS MEIOS DE PAGAMENTO NO BRASIL .....	56
A BASE MONETÁRIA E O ORÇAMENTO MONETÁRIO .....	60
OS INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETÁRIA .....	76
Redesconto de Liquidez .....	76
Redesconto Seletivo .....	83
Depósito Compulsório .....	85
Operações de Open - Market .....	90
O Open - Market no Brasil .....	94
OUTROS INSTRUMENTOS E MECANISMOS QUE AFETAM O VOLUME DE	
MEIOS DE PAGAMENTO .....	102
Empréstimos do Banco do Brasil .....	102
Empréstimos Externos .....	102
A Conta Café .....	105
As Contas do Tesouro Nacional .....	107
Preços Mínimos e Operações com Produtos Agrícolas .....	109
Persuasão Moral .....	109
OS INSTRUMENTOS PARA CONTRÔLE DO CRÉDITO .....	111
CONCLUSÃO .....	113
BIBLIOGRAFIA COMENTADA .....	133

## INTRODUÇÃO

Os livros texto de economia em português apresentam os instrumentos de política monetária da forma como são utilizados nos Estados Unidos, já que na sua maioria são traduções de livros provenientes daquele país. São descritos os instrumentos, suas características, forma de atuação, e os objetivos convencionais da política econômica que podem ser atingidos com esses instrumentos. Isso estabelece certa confusão entre os estudantes brasileiros de economia, já que no Brasil a forma como são utilizados os instrumentos e os objetivos para os quais estão orientados são, de certa forma, diferentes.

Start → \* Nos Estados Unidos a intervenção do Governo na economia é muito restrita, e os objetivos convencionais da política econômica (pleno-emprego, crescimento econômico, equilíbrio no Balanço de Pagamentos, e estabilidade de preços) são atingidos através da política monetária e política fiscal. O Conselho de Governadores do Federal Reserve System determina a política monetária a ser seguida e o Federal Open Market Committee dirige os Bancos do Federal Reserve<sup>(1)</sup> na consecução dessa política. As operações de Open Market são o principal instrumento utilizado e a taxa de juros o seu principal objetivo operacional. Através de alterações nas taxas de juros, que são obtidas através da manipulação das reservas dos Bancos, são alterados os gastos em investimentos e, via investimentos, são obtidos os efeitos previstos na economia. Até 1971 não havia controle rígido de salários nem de preços, mas desde então tem havido algumas tentativas intermitentes. Esta tendência, segundo alguns economistas, deverá continuar no futuro. Os novos economistas radicais dos Estados Unidos acham que o poderio crescente das forças que atuam contra o capitalismo norte-americano (expansão do mundo comunista; concorrência do Japão, Alemanha Ocidental e Mercado Comum; crescente poder dos sindicatos nos EUA) trará como

---

(1) Nos Estados Unidos há 12 Bancos Centrais um para cada uma das regiões nas quais foi dividido o país. Esses Bancos são chamados de Bancos membros do Federal Reserve System, ou simplesmente, Federal Reserve Banks.

consequência uma chamada da classe capitalista para que o Estado intervenha de forma crescente na vida econômica dos EUA.<sup>(1)</sup> Outros economistas, como John Kenneth Galbraith, defendem o aumento de impostos e o controle de preços e salários como as medidas corretas para o combate à inflação que atualmente ocorre nos Estados Unidos.<sup>(2)</sup>

No Brasil, a intervenção do Estado na economia já é bastante grande.<sup>(3)</sup> Os investimentos em infra-estrutura são feitos pelo Governo, alguns setores são monopólio do Estado e outras áreas importantes são supridas por capital privado com razoável dose de incentivos. Há controles de preços, salários, e taxas de juros. Há direcionamento do crédito. Os rumos da economia são pré-determinados em planos governamentais. Dentro desse contexto é evidente que a política monetária tem que desempenhar um papel menos importante do que nos Estados Unidos. Seu principal objetivo no Brasil é o combate à inflação, que pode, no entanto, ser afrouxado se o esforço para a sua obtenção prejudicar o objetivo principal da atual política econômica, que é o máximo ritmo de cresci-

---

(1) Veja a este respeito: Eduardo Matarazzo Suplicy e John G. Gurley - "Os Novos Economistas Radicais nos Estados Unidos da América", Revista de Administração de Empresas, volume 12, nº 4, outubro/dezembro de 1972, pp.49 a 59.

(2) John Kenneth Galbraith - "Combate à inflação exige urgência e coragem", publicado no "O Estado de São Paulo", 29-9-1974.

(3) O modelo brasileiro é o de economia associativa de mercado. No dizer do ex-Ministro Roberto de Oliveira Campos (Mario Henrique Simonsen e Roberto de Oliveira Campos - "A Nova Economia Brasileira", p. 211) a economia associativa de mercado é o modelo institucional que tem presidido satisfatoriamente ao crescimento recente do mundo não socialista. Nesta, diferentes grupamentos, como as empresas e os sindicatos, interpõem-se entre o mercado, de um lado, e o poder público, de outro. Difere assim, quer da economia de mercado, característica do capitalismo liberal, quer do planejamento centralista, característica do Estado socialista. Na economia associativa, o Estado tem função orientadora, co-participante e intervencionista, porém não monopoliza os bens de produção nem entrega todo o poder político às elites planejadoras.

cimento do produto real.)<sup>(1)</sup> Diferentemente dos Estados Unidos, as taxas de juros são controladas de forma direta através de Resoluções do Banco Central. Utilizando-se de um sistema de programações monetárias anuais (Orçamento Monetário) as Autoridades Monetárias definem as metas quantitativas de tôdas as variáveis envolvidas, compatíveis com o volume desejado dos meios de pagamento. A evolução das variáveis é acompanhada e os desvios em relação ao previsto são compensados através das operações de open market. Os outros instrumentos respondem mais pelo direcionamento do crédito ou outros objetivos do que propriamente pelo controle da oferta de moeda. \*

O objetivo deste trabalho é analisar como se tem levado a efeito o controle monetário no Brasil, no período 1964 - 1974, procurando evidenciar as características principais de cada um dos instrumentos. Procuramos com isto sanar algumas dúvidas que certamente terá o estudioso da matéria ao comparar o caso brasileiro com o comumente encontrado nos livros texto sobre economia monetária. No primeiro capítulo situamos o papel desempenhado pela política monetária no contexto geral da política econômica, tanto no Brasil como nos Estados Unidos. No segundo capítulo fazemos um resumo da evolução da teoria monetária no intuito de explicar como as variações na oferta de moeda podem interferir na atividade econômica, sendo esta a base de toda a política monetária. Estudamos a Teoria Quantitativa, que relaciona a quantidade de dinheiro ao nível de preços, considerando o nível de renda real independente; o ponto de vista keynesiano que leva em conta as variações na taxa de juros para explicar as variações na renda; e a moderna formulação da Teoria Quantitativa. Em seguida estudamos a composição tradicional dos meios de pagamento no Brasil e as suas

---

(1) A política anti-inflacionária que vem sendo aplicada no Brasil desde 1964 pode ser dividida em três fases. A primeira, correspondendo ao governo Castelo Branco, buscava reduzir rapidamente a taxa de inflação ainda que com o sacrifício do ritmo de crescimento do produto real. A segunda, correspondendo aos governos Costa e Silva e Medici, aceitava uma menor desaceleração inflacionária em troca da sustentação de altas taxas de crescimento do produto real. A terceira, correspondendo ao governo atual, que põe em primeiro plano a manutenção de altas taxas de crescimento do produto real e em segundo plano o combate à inflação, permitindo inclusive uma aceleração inflacionária, o que ocorreu em 1974.

novas formulações, ainda em fase de pesquisa.

Após esta fase introdutória, mostramos a composição da base monetária no Brasil que, além do papel moeda em poder do público e das reservas monetárias dos Bancos Comerciais, como ocorre nos Estados Unidos, fica acrescida também dos depósitos à vista do público no Banco do Brasil e do depósito compulsório em moeda dos Bancos Comerciais. Mostramos como é elaborado o Orçamento Monetário, comentando os parâmetros de comportamento do público e dos Bancos que são levados em consideração na sua elaboração, e como é feito o controle dos meios de pagamento através do acompanhamento da evolução da base monetária.

O capítulo seguinte dá as características dos instrumentos tradicionais de política monetária como são utilizados no Brasil, inclusive com uma pequena exposição de como são realizadas as trocas de reservas interbancárias (cheque BB). Neste mesmo capítulo fazemos um histórico da implantação do open market no Brasil. A seguir explicamos os outros mecanismos que afetam o volume de meios de pagamento e como podem ser manipulados com objetivos de política monetária, como os empréstimos do Banco do Brasil, as operações cambiais, a conta café, e os instrumentos para controle do crédito.

No capítulo final fazemos uma análise da política monetária brasileira no período 1964 - 1974, especialmente os resultados obtidos com os instrumentos. Mostramos a fraqueza do open market brasileiro em virtude do controle das taxas de juros do mercado financeiro e da manutenção pelo Banco Central das taxas de juros das Letras do Tesouro Nacional em níveis baixos comparativamente à taxa inflacionária. Mostramos como o redesconto seletivo permitiu ao Governo subvencionar o setor manufatureiro exportador e manter uma política cambial de supervalorização do cruzeiro em relação ao dólar. Discutimos as vantagens e desvantagens dessa política. Analisamos o uso da taxa de recolhimento compulsório como instrumento para expansão ou contração do volume de meios de pagamento; a utilização do compulsório no financiamento da dívida pública interna da União e no direcionamento do crédito e dos serviços bancários. Mostramos e comentamos a manipulação do custo e prazo mínimo dos empréstimos externos como instrumento de política monetária.

Finalmente, apresentamos uma bibliografia comentada apontando os principais tópicos de cada obra pesquisada, especialmente no que concerne ao tema deste trabalho.

## O PAPEL DA POLÍTICA MONETÁRIA DENTRO DA POLÍTICA ECONOMICA

Pode-se definir política, no seu sentido restrito, como sendo a manipulação de certos meios para atingir determinados fins. Política economica seria, como é entendida hoje, a ação do Governo na área economica manipulando certos meios para atingir objetivos economicos previamente determinados.

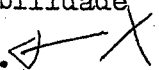
X → Timbergen classifica a política economica em quantitativa e qualitativa<sup>(1)</sup>, explicando que a diferença marcante entre as duas é de natureza metodológica. Na política qualitativa a ação teria o caracter de modificação estrutural como, por exemplo, transformar o setor petroleo em monopólio do Estado, ao passo que, na política quantitativa, a ação seria de caracter quantitativo como, por exemplo, um aumento ou redução de impostos, ou um aumento ou diminuição na taxa de câmbio.

Dentro desse ponto de vista, pode-se classificar a política monetária como uma política quantitativa, e definí-la como a atuação das Autoridades Monetárias, no sentido de controlar o volume dos meios de pagamento como instrumento para atingir os objetivos da política economica.

Nos Estados Unidos, antes da "revolução keynesiana", a política monetária era o único instrumento de política economica e a estabilidade dos preços o seu objetivo. Com Keynes, a política economica passou a ter um segundo instrumento, a política fiscal, e um segundo objetivo, a obtenção ou manutenção do pleno-emprego. Durante a Grande Depressão a economia norte-americana atingiu alto nível de desemprego. Keynes afirmava que a política monetária era ineficiente para tirar a economia da depressão, e advogava a adoção da política fiscal como instrumento de política economica através da manipulação dos impostos e dos gastos governamentais. Após a depressão a política monetária foi relegada a segundo plano mas, a partir de 1951, começou a recuperar novamente a sua responsabilidade pela estabilidade economica a curto prazo devido aos

---

(1) J. Timbergen - "Introdução à Teoria da Política Economica".

problemas inflacionários trazidos pela guerra da Coreia e à inadaptabilidade do processo orçamentário às exigências de uma política fiscal flexível. 

Mais recentemente, após os anos 50, com o desenvolvimento industrial dos países devastados pela guerra, os produtos norte-americanos começaram a sofrer concorrência no mercado internacional. Esse fato, aliado à saída de capitais para investimentos no exterior, começou a causar problemas de déficit no Balanço de Pagamentos. Com isso, o equilíbrio do Balanço de Pagamentos passou a fazer parte dos objetivos da política econômica norte-americana.

Pela macroeconomia convencional os objetivos de política econômica considerados passíveis de serem atingidos pela política monetária são: <sup>(1)</sup>

pleno emprego

estabilidade de preços

equilíbrio no Balanço de Pagamentos

crescimento econômico.

Há que esclarecer, antes de qualquer explicação sobre como são atingi-

---

(1) Torna-se interessante comentar a este respeito o ponto de vista do Prof. John G. Gurley, da American Economic Association. Ao comentar as razões do porque têm falhado as políticas monetária e fiscal norte-americanas, o Prof. Gurley afirma que o objetivo primordial de todos os governos capitalistas é a preservação e fortificação do capitalismo, isto é, do sistema de empresa privada. Para ele isso significa que o governo dos EUA tem procurado acima de tudo manter o bem estar das empresas, principalmente os gigantes industriais, comerciais e financeiros, que definem a economia dos EUA. Como o melhor indicador do bem-estar dessas grandes corporações são seus lucros, a preocupação básica do governo norte-americano tem sido o estabelecimento do ambiente mais favorável possível para a realização desses lucros, tanto nos EUA quanto no exterior. Assim, para ele, os resultados obtidos com a política monetária, na verdade, não deveriam ser analisados em termos dos objetivos de pleno-emprego, estabilidade de preços, etc, e sim em termos daquele objetivo primordial. (Veja Gurley, John G. - "Have Fiscal and Monetary Policies Failed?", in American Economic Review, maio 1972, pp.19 a 23)



gidos os objetivos na prática, que nos Estados Unidos, diferentemente do Brasil, não há planos governamentais estabelecendo metas quantitativas de política econômica. Daí as discussões nos livros texto sobre o significado desses objetivos do tipo: O que é pleno-emprego? 4% da força de trabalho desempregada? Ou 2%? Ou zero? O que é estabilidade de preços? Uma taxa de inflação de 2% seria aceitável?<sup>(1)</sup>.

A colocação desse problema levanta outro que é o do conflito entre os objetivos. Podem eles ser atingidos simultaneamente? A evidência mostra que não. Existe uma incompatibilidade entre estabilidade de preços e pleno emprego. Se a política monetária for usada para reduzir o desemprego, isso será feito às custas de uma inflação, e vice-versa. Se for combatida a inflação, a taxa de desemprego aumentará. Quanto representa isso quantitativamente? Samuelson e Solow, num estudo realizado com dados de 1946 a 1958<sup>(2)</sup>, chegaram à conclusão de que para um crescimento dos preços de zero por cento a taxa de desemprego seria em torno de 5 a 6%; e, para uma taxa de desemprego de 3%, o custo em termos de inflação seria um crescimento dos preços da ordem de 4 a 5%.

Outro conflito entre objetivos é o que há entre estabilidade de preços e rápido crescimento econômico. Um crescimento econômico mais rápido pode ser obtido, mas à custa de uma inflação. Uma inflação pode ser contida, mas à custa de uma diminuição no crescimento<sup>(3)</sup>, ou mesmo uma recessão, como ocorre atualmente na economia dos países desenvolvidos. O mesmo problema surge entre o crescimento no emprego e o equilíbrio externo. Se se reduz uma super oferta de dólares no mercado mundial através de uma política monetária contracionista, isso fará com que provenha uma recessão. Se se tenta apoiar a economia interna,

---

(1) Paul M. Horvitz - "Monetary Policy and the Financial System", página 463.

(2) Paul A. Samuelson e Robert M. Solow - "Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy", American Economic Review, vol. 50, maio 1960, pp. 177-194.

(3) Conforme apresentado nos livros texto tradicionais de teoria econômica. Este ponto ainda é bastante controvertido. O Brasil mostrou que se pode promover o crescimento ao mesmo tempo que se reduz o processo inflacionário. No entanto, a verdade é que o crescimento econômico brasileiro foi acompanhado de inflação, e esta, embora tenha diminuído em alguns anos, não foi totalmente debelada, tendo mesmo novamente se acelerado em 1974.

com uma política monetária expansionista, agravar-se-á o problema do Balanço de Pagamentos, aumentando a oferta de moeda (dólares), e aumentando a velocidade do fluxo de ouro para fora do país.

Após analisado o problema sob este aspecto mais amplo, podemos passar à parte prática do problema que seriam as medidas de política monetária que se poderia adotar para atingir os objetivos. Analisaremos cada um dos objetivos em separado para maior facilidade de compreensão, sem esquecer, no entanto, as inter-relações acima expostas.

Pleno-emprego: o pleno-emprego, ou uma menor taxa de desemprego, podem ser conseguidos através de um aumento na oferta de moeda; os Bancos teriam mais reservas livres para empréstimos<sup>(1)</sup> e a taxa de juros cairia. Uma menor taxa de juros elevaria os gastos em investimentos que, através do efeito multiplicador do investimento (pela teoria keynesiana) aumentaria a Renda Nacional, ativando a economia e aumentando as possibilidades de emprego da mão de obra disponível.

Estabilidade de preços: a estabilidade de preços envolve tanto o problema da inflação como o da queda dos preços (deflação). A inflação pode ser combatida com uma redução na oferta de moeda, que teria o efeito inverso ao exposto anteriormente. Haveria uma redução no emprego e no consumo, com consequente diminuição do ritmo de aumento de preços. Para combater a deflação o processo seria o inverso ao exposto, mas, no caso de uma recessão aguda, o uso dos instrumentos monetários somente não seria suficiente. De nada adiantaria aumentar a disponibilidade para empréstimos dos Bancos, se, devido às expectativas, nenhum empresário quisesse tomar dinheiro emprestado. Não haveria uma reativação da economia. Neste caso teriam que ser tomadas medidas de carácter fiscal (política fiscal) no sentido de (a) reduzir impostos, para aumentar o consumo; e (b) aumentar as despesas do Governo, para reduzir o desemprego.

---

(1) Para aumentar a oferta de moeda o Banco Central pode, através de seus instrumentos, como veremos mais adiante, aumentar as disponibilidades para empréstimos dos Bancos aumentando a conta de depósitos desses Bancos nas Autoridades Monetárias (reservas).

Equilíbrio no Balanço de Pagamentos: déficits ou superavits esparsos no Balanço de Pagamentos não causam problemas. O problema se apresenta mais grave quando os déficits ou superavits começam a ficar crônicos. Déficits crônicos reduzem a oferta de moeda no país e a sua ocorrência prolongada pode causar problemas de recessão. O inverso ocorre com os superavits<sup>(1)</sup>. Aumentam a oferta de moeda no país além do necessário e causam problemas inflacionários. No caso dos déficits a medida lógica a ser tomada seria a desvalorização cambial, que teria o efeito de (a) reduzir as importações, por que ficariam mais caras; (b) aumentar as exportações, por que os produtos nacionais teriam um preço posto no exterior mais barato; (c) aumentaria o influxo de capitais estrangeiros, pois a moeda externa agora poderia ser trocada por um volume maior de dólares. Para os superavits a medida seria uma valorização cambial, cujos efeitos seriam inversos. No entanto, para o caso dos Estados Unidos, essa medida não é compatível com a sua política de estimular uma expansão do comércio internacional à base de taxas de câmbio relativamente estáveis. Uma desvalorização norte americana perturba todo o sistema. Uma outra solução para o caso seria através da política monetária. Uma política monetária restritiva tende a reduzir o déficit no Balanço de Pagamentos de 3 formas:

- a) reduz a procura interna, que por sua vez reduz a procura por importações.
- b) a redução na procura interna tende a reduzir os preços internos, o que faz com que os produtos exportáveis fiquem mais atraentes para o importador estrangeiro, aumentando as exportações.
- c) eleva a taxa de juros, estimulando a entrada de capitais externos e desestimulando a saída de capitais nacionais.

Crescimento economico: um crescimento economico mais rápido pode ser obtido com uma política monetária expansionista. Um aumento na oferta de moeda reduziria a taxa de juros, estimularia o investimento, aumentaria o emprego e daria

---

(1) Veja o capítulo "Outros Instrumentos e Mecanismos que Afetam o Volume de Meios de Pagamento".

maior atividade à economia. Na realidade, todos os objetivos estão interligados e a política econômica deve ser balanceada de forma a que a política adotada resulte na melhor taxa de crescimento econômico possível.

Vejamos agora o papel da política monetária dentro da política econômica brasileira. O que foi exposto até agora refere-se apenas ao caso da política monetária norte-americana. Naquele país a participação do setor público na economia é reduzido e tem apenas caracter regulador, atuando de forma indireta. Nos casos em que o Governo atua na economia de forma indireta, a política monetária desempenha papel preponderante. No caso brasileiro, a política monetária desempenha um papel muito menos significativo, pois a influência do setor público sobre a economia é muito grande, atuando, muitas vezes, de forma direta, como é o caso dos investimentos em infra-estrutura.

Segundo um estudo dos Professores Kerstenetzky, Villela e Baer<sup>(1)</sup>, o controle econômico do Governo brasileiro sobre a economia se faz sentir através de diferentes canais institucionais inter-relacionados:

- 1) Sistema Fiscal: uma maneira clássica de medir a influência do Governo na atividade econômica em uma economia não socialista é através da relação despesas do governo/PNB. No Brasil essa relação era, em 1969, de 30%, quando na maioria dos países se situa entre 22 e 25 por cento. O governo brasileiro tem, portanto, um elevado grau de influência sobre a distribuição de renda e a alocação de recursos afetada pelo sistema fiscal.
- 2) Banco Central: através do qual o governo exerce o controle monetário e cambial

---

(1) Isaac Kerstenetzky, Annibal Villela e Werner Baer - "A Mudança do Papel do Governo na Economia", in "Paineis Internacionais sobre Desenvolvimento Socioeconomico", Apec Editora, Rio de Janeiro, 1974, pp. 135 a 161.

- 3) Bancos Governamentais: neste caso, a influência é considerável. Os depósitos do Banco do Brasil (controlado pelo Governo) eram, em 1972, nove vezes maiores do que os do maior Banco Comercial privado do país. O controle direto do Governo se estende também ao Banco do Nordeste, ao Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico (BNDE), ao Banco Nacional da Habitação (BNH), às Caixas Econômicas estaduais e federais, a 15 Bancos Comerciais estaduais e 11 Bancos de Desenvolvimento também estaduais. Levando-se em conta apenas os Bancos Comerciais, os Bancos do Governo, em 1972, detinham 55% dos depósitos e 58% dos empréstimos.
- 4) Autarquias: através dos Institutos do Açúcar e do Alcool, de Desenvolvimento Florestal, do Café, e de Colonização e Reforma Agrária, o Governo exerce controles diretos sobre a produção, os preços e a propriedade de considerável setor da economia.
- 5) Empresas Públicas: se tomarmos as 25 principais firmas em termos de valor de vendas em 1971, 8 eram empresas do Governo, responsáveis por 31% das vendas. Das 25 principais firmas em termos de emprego, 7 eram empresas do Governo e geravam 51% do emprego. Das 25 principais firmas em termos de ativos, 17 eram empresas do Governo, que representavam 82% do total dos ativos. Essas empresas do Governo atuam nos setores básicos de infra-estrutura: energia elétrica; aço; minério de ferro; exploração, refino e distribuição do petróleo; transporte ferroviário e marítimo; telecomunicações; serviços públicos; armazéns e silos.
- 6) Conselho Interministerial de Preços: através do C.I.P. o governo controla efetivamente os preços. O C.I.P. não pode, legalmente, fixar preços, mas os fixa de forma indireta. Se uma firma eleva os preços sem apresentar uma justificativa ao C.I.P. ou se uma justificativa é apresentada e não aceita e mesmo assim a empresa eleva os preços, a firma tem cancelado seu crédito junto ao Banco do Brasil e aos demais Bancos Governamentais.

Pelo quadro abaixo pode-se verificar que o investimento direto do Governo e o investimento das empresas governamentais foi responsável por mais de 60% do investimento fixo no país em 1969:

ORIGEM DO INVESTIMENTO FIXO 1969

	em % do P.I.B.	em % do investimento fixo
Governo	5,6	33,9
Empresas Governamentais	4,4	26,7
Empresas Privadas	6,5	39,4
TOTAL	16,5	100,0

60,6

Fonte : Kerstenetzky, Villela e Baer, op. cit. pág. 148.

O quadro a seguir mostra que o total de despesas do Governo e das empresas governamentais totalizou 50% do PIB em 1969 :

DESPESAS TOTAIS DO SETOR PÚBLICO POR SETORES  
DE ATIVIDADES ECONÔMICA : 1969 (em % do PIB)

Setores de Atividade	Govêrno (*)	Empresas Governamentais	T O T A L
Educação	3	—	3
Energia	1	3	4
Govêrno e Adm. Geral	9	—	9
Intermediários Financeiros	—	3	3
Manufatura e diversos	—	7	7
Trabalho, Previd. e Assist.	8	—	8
Transporte e Comércio	6	2	8
Saúde e saneamento	2	—	2
Agricultura e Abastecimento	1	—	1
Defesa e segurança	3	—	3
Serviços públicos urbanos	1	1	2
T O T A L	34	16	50

(\*) Inclui Autarquias.

Fonte : Kerstenetzky, Villela e Baer, op. cit., pág. 148.

Evidentemente que, dentro deste contexto, os instrumentos de política econômica de ação indireta têm apenas caracter complementar. É o caso da atual política monetária brasileira que, usando-se os mesmos termos do II PND, está condicionada apenas a dimensionar a expansão monetária de modo a que o nível da atividade econômica não seja deprimido por apertos de liquidez real, devendo também ser suficientemente controlada de modo a não se originarem pressões

autônomas de inflação de procura. Em outras palavras, o principal objetivo da política monetária no Brasil é o combate à inflação de demanda, devendo, porém, ser desenvolvida de forma a que não contenha o crescimento econômico. Pelo lado dos custos a inflação é contida através do controle de preços, da política salarial e do estabelecimento de tetos máximos para as taxas de juros.

Através do quadro a seguir, que classifica as diversas instituições do governo conforme sua atividade, objetivos e instrumentos, está resumido o papel desempenhado por cada uma das instituições governamentais na política econômica. Uma dessas instituições é o Banco Central, que tem como uma de suas atividades a política monetária. Com este quadro podemos ter uma visão, embora resumida, da atuação do governo sobre a economia brasileira, e o papel reservado à política monetária. Como objetivo da política monetária colocamos apenas o principal, que é a estabilidade de preços, embora haja objetivos menores como o direcionamento do crédito, que será discutido no decorrer do trabalho. Nos instrumentos apresentamos também apenas os mais importantes, por que a finalidade do quadro é fazer uma apresentação resumida. Como não poderia deixar de ser, o mesmo ocorre com as outras atividades do governo.

MATRIZ DAS INSTITUIÇÕES DO GOVERNO QUE AFETAM A ECONOMIA BRASILEIRA

INSTITUIÇÕES	ATIVIDADE	OBJETIVO	INSTRUMENTOS
<u>MINISTÉRIO</u> <u>DA FAZENDA</u>	política fiscal; impostos aduaneiros	estabilização dos preços; crescimento econômico; distribuição de renda; classes de renda e regiões; comércio exterior.	estrutura tributária; despesas do governo; incentivos fiscais.
<u>BANCO</u> <u>CENTRAL</u>	Política Monetária	estabilidade de preços.	operações de open market; depósitos compulsórios; taxa e volume de redescontos.
	Política Cambial	equilíbrio do Balanço de Pagamentos	taxa de câmbio



INSTITUIÇÕES	ATIVIDADE	OBJETIVOS	INSTRUMENTOS
<u>BANCOS GOVERNAMENTAIS</u>			
a) Comerciais	Comercial	créditos especiais para determinados setores.	empréstimos
b) de Desenvolvimento.	financiamentos a longo prazo.	desenvolvimento financeiro de novos setores.	empréstimos e participação societária.
c) Caixas econômicas	financiamentos especiais	PIS - redistribuição de renda e propriedade, aumento de poupança.	empréstimos
d) <u>BNH</u>	financiamentos especiais	redistribuição de recursos para habitação.	empréstimos
<u>AUTARQUIAS ECONOMICAS</u>	regulamentação do mercado	proteção de interesses especiais; distribuição de renda	controles de preços e produção; assistência técnica; reforma agrária.
<u>EMPRESAS DO GOVÊRNO</u>			
a) de infra-estrutura.	produção	suprimento barato e adequado de serviços de infra-estrutura.	fixação de preços; investimentos; estímulo a indústrias supridoras de insumos.
b) de produção	produção	emprego; insumos baratos para outros setores; segurança nacional.	fixação de preços; investimentos; estímulo a indústrias supridoras de insumos.
<u>AGÊNCIAS DE DESENVOLVIMENTO REGIONAL.</u>	coordenar programas de desenvolvimento regional	promover o crescimento econômico da região.	alocação de fundos governamentais; assistência técnica.
<u>C.I.P.</u>	contrôle de preços.	estabilização dos preços.	permissão para aumentos de preços; uso, através do Banco Central, do poder de aceitação ou rejeição de títulos para redesconto, e, através do Banco do Brasil do poder de aceitar ou rejeitar empréstimos, como ameaça implícita ou explícita.

## FUNDAMENTOS TEÓRICOS DA POLÍTICA MONETÁRIA

Os economistas do século XIX e do início do século XX viam o dinheiro apenas como um mecanismo para facilitar as transações. A teoria monetária era simplesmente uma teoria do valor da moeda (ou teoria do nível dos preços). O setor monetário era separado do setor real da economia, e o dinheiro, portanto, era neutro. Os economistas achavam que era necessária uma teoria do nível geral de preços (teoria quantitativa), mas essa teoria não era tida como muito importante para a teoria econômica. Não acreditavam que o estudo do dinheiro pudesse trazer alguma luz às suas questões a respeito do emprego, renda, produto ou crescimento econômico. Hoje já se acredita que variações na oferta monetária podem afetar aquelas variáveis. Já se reconhece que forças originadas pelo setor real muitas vezes exercem influência sobre a economia através do sistema monetário. Desenvolvimento tecnológico e mudanças nos hábitos e preferências do público podem afetar o nível geral de preços, e mudanças na oferta monetária podem afetar o lado real da economia. Assim, o campo da teoria monetária hoje inclui análises da economia como um todo e estudos de como os fatores monetários e não monetários estão inter-relacionados.

Vejamos em detalhes a evolução da teoria monetária.

### A Teoria Quantitativa

A mais antiga forma de teoria monetária postulava que deveria haver algum tipo de relação direta entre a quantidade de dinheiro e o nível de preços. No século XVI Jean Bodin, um filósofo e funcionário da corte francesa, procura explicar em seus escritos o grande aumento de preços havido na França e na maioria dos países da Europa Ocidental no fim daquele século. Bodin apresenta diversas causas para o aumento nos preços, especialmente o aumento no

no volume de moedas ocorrido em virtude do grande influxo de metais preciosos vindos das colônias da América. Seu trabalho está muito longe de ser uma análise completa das forças que atuam na determinação do nível de preços, mas representa uma primeira análise da relação entre as variações no nível de preços e as variações na quantidade de dinheiro.

Em David Hume ("Of Money", publicado em 1752)<sup>(1)</sup>, já encontramos um relato razoavelmente bem desenvolvido da "teoria quantitativa". Na sua forma mais pura e mais rígida, a teoria quantitativa afirma que existe uma relação proporcional precisa entre a quantidade de dinheiro e o nível de preços. De acordo com essa teoria, se dobrar o volume de dinheiro o nível de preços também dobrará. Esta teoria leva o dinheiro em consideração apenas como meio de troca. Supõe que o dinheiro é desejado simplesmente pelo seu poder aquisitivo e não como reserva de valor.

#### A Equação das Transações

No início do século XX passou-se a ligar a quantidade de dinheiro aos preços por uma fórmula popularizada pelo Professor Irving Fisher, a sua famosa "equação das transações":

$$M V = P T$$

onde:

M = quantidade de dinheiro

---

(1) David Hume - "Of Money", in "Political Discourses", Fleming, Edinburgh, 1752, pp. 41-59. Numa publicação mais acessível, o texto pode ser encontrado em: A.A. Walters - "Money and Banking - Selected Readings", Penguin Books, England, 1973.

$V$  = velocidade de circulação da moeda, ou o número médio de vezes que uma unidade monetária troca de mãos durante um período de tempo.

$P$  = o nível de preços

$T$  = volume físico de transações que teve lugar no período considerado.

Essa fórmula deriva da simples proposição de que o que é dado em pagamento por alguma coisa em um determinado período de tempo é igual ao valor do que foi vendido. A equação diz apenas que: a quantidade de dinheiro ( $M$ ) multiplicada pelo número médio de vezes que uma unidade monetária é usada num determinado período de tempo ( $V$ ), é igual à soma total dos bens e serviços transacionais durante o período ( $T$ ) multiplicado por seu preço médio ( $P$ ). Essa equação não é uma teoria e sim uma simples identidade. É um truísmo, verdadeira por definição. Repousa no fato de que para cada pagamento monetário deve haver um recebimento monetário. A soma de todos os pagamentos monetários ( $MV$ ) deve ser idêntica à soma de todos os recebimentos ( $PT$ ).

Quando são feitas algumas suposições a respeito dos varios termos da identidade, a equação das transações deixa de ser um truísmo e passa a ser uma teoria. As suposições feitas por Fisher são:

- 1) A constância de  $V$  e  $T$  : Fisher considera  $V$  praticamente constante por que é determinada pelos costumes comerciais, hábitos do público e outras condições institucionais, sendo por isso também independente da quantidade de dinheiro. O volume de transações é limitado pela tecnologia e pelos recursos disponíveis, sendo de se esperar que mude gradualmente à medida que a tecnologia avança, a população cresce e as áreas de comércio se expandem.
- 2) A passividade de  $P$  : o preço é tido como variável dependente, não dando origem a alterações nas outras variáveis da equação.
- 3) A relação proporcional de  $P$  para  $M$  : a conclusão de que  $P$  é proporcional a  $M$  naturalmente admite o fato de que as duas proposições anteriores são válidas. Representa a colocação da teoria quantitativa rígida de que: o valor da moeda varia inversamente às variações na quantidade de dinheiro.

A essência da teoria de Fisher, portanto, é que, se a curto prazo  $T$  não varia porque os recursos e a tecnologia são limitados e se no curto prazo  $V$  também não varia porque as condições institucionais que a determinam mudam muito gradualmente no tempo, então, para determinados valores de  $V$  e  $T$ , o nível de preços variará direta e proporcionalmente com as variações na quantidade de moeda ofertada.

#### A Equação dos Saldos de Caixa

(ou Equação de Cambridge)

Os economistas da Escola de Cambridge, na Inglaterra, desenvolveram a teoria quantitativa sob um ponto de vista diferente de Irving Fisher, porém com a mesma base teórica. Começaram com a mesma equação das transações  $M V = P T$ , porém, fizeram uma transformação algébrica: se  $M V = P T$ , então,  $M = 1/V \times P T$ ; e usaram a letra  $k$  para representar  $1/V$ . Dessa forma, a equação fica:

$$M = k P T$$

onde  $M$ ,  $P$  e  $T$  têm o mesmo significado anterior. A respeito de  $k$  torna-se necessário fazer alguns comentários.

Se  $V$  é o número de vezes em que um cruzeiro é gasto durante um ano, então  $k$  é o período de tempo no qual o público mantém esse cruzeiro em seu poder, em média, antes de gastá-lo. Se um cruzeiro é gasto cinco vezes num ano ( $V = 5$ ), então o público o mantém em seu poder, em média, durante um quinto de um ano.

A equação das transações dá ênfase ao volume de dinheiro em circulação e a equação dos saldos de caixa dá ênfase ao volume de dinheiro em poder do público, o que aparentemente é a mesma coisa. No entanto, esta diferença de pontos de vista foi muito importante para o desenvolvimento da teoria monetária. Com o ponto de vista dos saldos de caixa a equação das transações pode

ser interpretada em termos de oferta e demanda. Na equação  $M = k P T$ , o termo  $k P T$  pode ser visto como a demanda por moeda. A equação mostra a quantidade de dinheiro que o público deseja manter em seu poder. A quantidade "desejada" de caixa é uma proporção  $k$  da renda total  $P T$ .

A equação dos saldos de caixa nos leva à análise do porquê o público quer manter dinheiro em seu poder. Ao invés de analisar o conceito mecânico de velocidade de circulação, analisamos os motivos pelos quais o público mantém em caixa, por exemplo, 15 ou 20% de seus gastos anuais. Para explicar o comportamento de  $k$ , os economistas pesquisaram a especulação, as taxas de juros, problemas de incerteza, e outras áreas que o ponto de vista da equação das transações não permitia considerar.

A diferença entre os dois pontos de vista pode ser considerada em termos de função da moeda. Na equação das transações o dinheiro era visto apenas como meio de troca. A equação dos saldos de caixa nos leva ao conceito de moeda como reserva de valor. Há outras razões para se manter dinheiro em espécie além de ser para se fazer compras. A análise dos motivos pelos quais o público mantém dinheiro em seu poder além de suas necessidades de transação, renunciando aos juros que poderia receber se o investisse, nos leva a estudar a taxa de juros. Para os economistas clássicos a teoria do juro e a teoria monetária eram compartimentos separados dentro da teoria econômica. Não é coincidência o fato de Keynes ter sido um dos primeiros economistas que viram a teoria quantitativa do ponto de vista dos saldos de caixa. Essa linha de pensamento deu origem ao ponto de vista "keynesiano" que veremos mais adiante.

No mais, o raciocínio dos dois pontos de vista expostos é similar. Pela equação dos saldos de caixa, se partirmos de um período de equilíbrio, em que a oferta de moeda iguala a demanda por moeda (a quantidade de dinheiro que existe é exatamente igual àquela que o público deseja manter em seu poder), e houver um aumento em  $M$ , o público achará que terá mais moeda em seu poder do que o volume que acha necessário e reagirá aumentando os seus gastos. O resultado será um aumento no nível de preços  $P$ , se  $T$  se mantiver constante. Se houver uma redução na quantidade de dinheiro, o nível de preços  $P$  cairá, também se  $T$  se mantiver constante. Os resultados são os mesmos daqueles postulados pelo ponto de vista das transações.

### A Visão Keynesiana da Moeda

Este novo ponto de vista dá ênfase aos determinantes da renda agregada. Não é mais uma teoria do valor da moeda ou do nível de preços, e sim uma teoria da determinação da renda. Já não se admite mais uma dicotomia entre o setor monetário e o setor real. Ambos estão inter-relacionados. Variações na renda real causam variações na demanda por moeda, e variações na oferta de moeda causam variações na renda real. O ponto de ligação entre os setores real e monetário é a taxa de juros.

Este ponto de vista de análise monetária teve sua origem na depressão do início dos anos 30, que não confirmou a teoria dos economistas clássicos, e na publicação, em 1936, do livro de John Maynard Keynes "General Theory of Employment, Interest, and Money", provocando a chamada "revolução keynesiana".

Keynes designou à moeda um papel muito mais importante do que seus predecessores lhe haviam dado. Percebeu que a moderna economia é uma economia monetária, na qual alterações na quantidade de moeda poderiam afetar não só o seu valor mas também a quantidade real de bens e serviços produzidos, assim como o emprego.

No modelo keynesiano a taxa de juros de equilíbrio é determinada pela oferta e procura de moeda, diferentemente dos economistas clássicos, para quem a taxa de juros era determinada pela oferta e procura de fundos para empréstimo (poupança e investimento). Para Keynes a oferta de moeda ( $m$ ) é determinada pelo Banco Central e a demanda por moeda é determinada pelos motivos "transação", "especulação" e "precaução". Keynes distinguiu três diferentes razões para o público manter moeda em seu poder. O motivo "transação" refere-se às necessidades de caixa das pessoas e firmas para fazerem seus pagamentos. Esta demanda por moeda depende do nível de renda ( $L_1 = k Y$ ). Quanto maior a renda maior a necessidade de caixa, e vice-versa. O motivo "precaução" origina-se do fato das pessoas precisarem guardar dinheiro para alguma emergência. Este motivo é englobado no primeiro. O motivo "especulação" refere-se à demanda motivada pela expectativa de alta na taxa de juros. Para ele, tornava-se perfeitamente racional guardar moeda como patrimônio, à espera de uma baixa nas cotações dos títulos. A demanda especulativa é, então, função da taxa de juros  $[L_2 = L(i)]$ . Quanto mais baixa a taxa de juros maior a demanda especulativa, e vice

versa. Keynes fazia apenas a restrição de que a uma taxa de juros muito baixa a demanda por moeda poderia ser infinitamente elástica (armadilha da liquidez). Baseava-se no fato de que a uma taxa muito baixa de juros o público preferiria guardar o dinheiro em vez de aplicá-lo e correr riscos.

Em resumo, a demanda por moeda consiste de duas variáveis básicas: a demanda para transações que é função da renda ( $L_1 = k Y$ ), e a demanda especulativa, que é função da taxa de juros  $[L_2 = L(i)]$ . Através do modelo de equilíbrio do setor monetário, onde  $m = k Y + L(i)$ , podemos determinar a chamada "função LM", que relaciona a renda à taxa de juros.

Na figura I mostramos a derivação da função LM de equilíbrio entre a demanda especulativa e a demanda por transações. A demanda especulativa ( $L_2$ ) é mostrada no gráfico A, onde a taxa de juros ( $i$ ) é representada no eixo vertical e a demanda especulativa no eixo horizontal. No gráfico B representamos a condição de equilíbrio onde a oferta de moeda deve ser igual à demanda por moeda (ambos os motivos). No gráfico C mostramos a demanda por transações ( $L_1$ ) como função da renda ( $Y$ ). A demanda no eixo vertical e a renda no horizontal. No gráfico D está representado o equilíbrio final do setor monetário, onde a função LM é encontrada.

Se assumirmos uma taxa de juros inicial de 4%, encontraríamos, no gráfico A, o ponto "a" sobre a curva  $L_2$ . Se do ponto "a" descermos uma vertical, encontraremos no eixo horizontal a demanda especulativa OM. Se estendermos essa vertical para cima, até o gráfico B, encontraríamos o ponto "b" sobre a curva LL, que representa a demanda total por moeda igual à oferta de moeda. A linha "ab" intercepta o eixo horizontal do gráfico B no ponto N, que nos dá a demanda especulativa ON = OM. Se no ponto "b" traçarmos uma perpendicular a "ab" encontraremos no eixo vertical do gráfico B o ponto S que nos dá a demanda por transações OS. ON + OS deve ser igual ao estoque total de moeda em qualquer tempo, isto é, a quantidade total de moeda disponível ou é mantida por propositos especulativos ou é mantida para transações. Prolongando-se a linha horizontal bS para o gráfico C encontramos o ponto "c" sobre a curva de demanda para transações e o ponto T no eixo vertical. OT representa a demanda por moeda para transações (OT = OS). Se do ponto "C" descermos uma perpendicular à linha bST, encontraremos no eixo horizontal do gráfico C o ponto L. OL será a renda nacional associada à demanda por transações OT. Descendo-se essa



FIGURA I

SETOR MONETÁRIO

Gráfico C :

Demanda para  
transações

$$L_1 = k Y$$

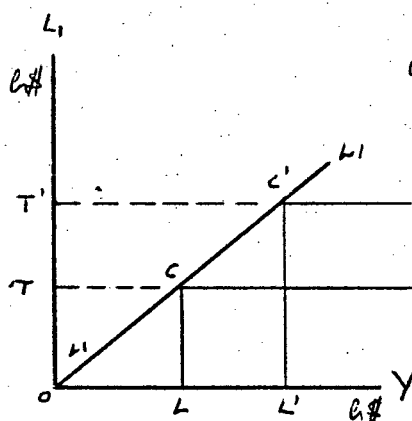


Gráfico B :

Demanda de moeda igual  
à oferta de moeda

$$m = L_1 + L_2$$

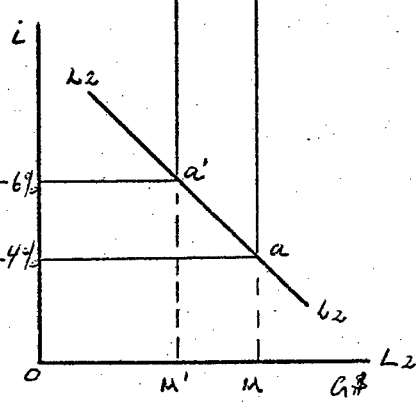
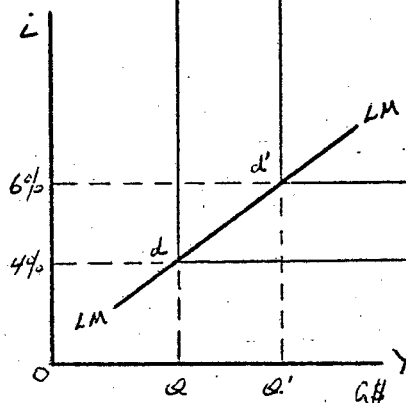
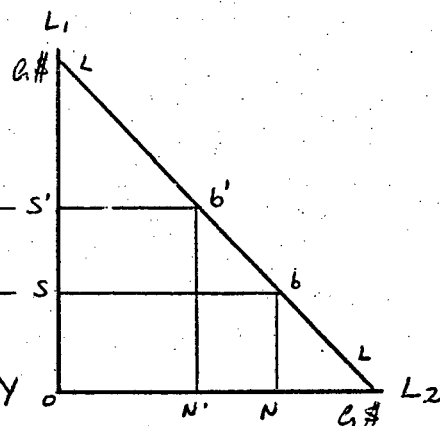


Gráfico D :

Equilíbrio do  
setor monetário.

$$m = kY + L(i)$$

Gráfico A :

Demanda  
especulativa

$$L_2 = L(i)$$

perpendicular até o gráfico D chegaremos ao ponto "d" onde a perpendicular cruza com a linha de 4% de taxa de juros, e ao ponto Q onde a perpendicular cruza com o eixo horizontal do gráfico D. OQ será o nível de equilíbrio da renda nacional que está associado à taxa de juros de equilíbrio, no caso 4%. Essa taxa de juros, portanto, dada uma oferta e uma demanda de moeda, indicará qual o nível de renda de equilíbrio que será possível.

Se assumirmos uma taxa de juros de 6%, a mesma cadeia de efeitos levará a um nível de renda mais alto e ao ponto "d" na linha de juros de 6% do gráfico D. Se continuarmos o processo de assumir diferentes taxas de juros encontramos a curva LM, que é a representação diagramática da condição de equilíbrio monetário da equação  $m = k Y + L(i)$ , que representa a igualdade entre a oferta e a demanda de moeda. A cada taxa de juros de equilíbrio teremos um nível de renda diferente. A taxa de juros será baixa quando a renda nacional for baixa e subirá quando a renda nacional subir. A sensibilidade da taxa de juros às variações no nível da renda nacional variará conforme a inclinação da curva LM. Quanto mais vertical for a curva LM, maiores serão os aumentos na taxa de juros quando a renda subir. Quanto mais horizontal for a curva LM menores serão os aumentos na taxa de juros quando a renda subir. Essa elasticidade da curva LM é determinada pela elasticidade das <sup>curvas</sup> de demanda por moeda (gráficos A e C).

Por outro lado, alterações na curva LL (gráfico B) podem alterar a curva LM para a esquerda ou para a direita. Este ponto é importante para a política monetária, pois com alterações na oferta de moeda (gráfico B - curva LL para a esquerda ou para a direita) poderíamos causar alterações na renda e na taxa de juros.

Vejamos agora o equilíbrio no setor real da economia. No setor real haverá sempre, para qualquer taxa de juros, um nível de renda que igualará o investimento planejado à poupança. Esta relação entre o nível de renda e a taxa de juros é chamada de "função IS". Esta função deriva de um modelo keynesiano simples, onde se exclui as despesas do governo e se considera a economia fechada para o exterior. Nesse modelo a renda nacional seria  $Y = C + I$ , onde C é o consumo real e I o investimento. Também se poderia dizer que  $Y = C + S$ , sendo Y e C os mesmos anteriores e S a poupança. O equilíbrio da renda se dará

quando  $Y = C + I = C + S$  ou  $I = S$ . O consumo é tido como função da renda  $[C = C(Y)]$  e o investimento como função da taxa de juros  $[I = I(i)]$ . Por definição, a poupança será a renda menos o consumo  $[S = Y - C(Y)]$ . A equação final, mostrando o equilíbrio do setor real é  $I(i) = Y - C(Y)$ .

Estas relações são mostradas graficamente na Figura II, onde se mostra a curva IS delas derivada. A cadeia de efeitos é igual à apresentada para o setor monetário. Dada uma função investimento (gráfico A), assumindo-se uma taxa de juros de 4%, encontraremos o ponto "a" sobre a curva  $I = I(i)$  e o nível de investimento OM, que por sua vez nos dará o nível de poupança OS no gráfico B. No gráfico C obteremos o ponto "c" e, no gráfico D, o ponto "d" sobre a linha de juros de 4%. Assumindo-se a taxa de juros de 6% encontraremos o ponto d'. Assumindo-se sucessivamente diferentes taxas de juros poderemos traçar a curva IS, que é a representação gráfica da condição de equilíbrio do setor real da economia e mostra os diferentes níveis de renda que proporcionarão a igualdade  $I = S$  às diferentes taxas de juros possíveis.

A curva IS não só dá o valor da renda nacional (Y) quando a taxa de juros varia, mas também mostra como variará Y, com uma dada taxa de juros, se as curvas de poupança e investimento variarem. Neste caso, a curva IS será mais horizontal ou mais vertical do que o mostrado na Figura II.

Neste ponto podemos passar ao estudo do equilíbrio da economia como um todo. Como ambas as curvas IS e LM são função da taxa de juros (i) e da renda nacional (Y) e como dividimos a economia em dois setores, podemos combinar ambas as funções e determinar o equilíbrio da economia como um todo.

A curva IS mostra que há diferentes taxas de juros e diferentes níveis de renda que são compatíveis com o equilíbrio no setor real. Da mesma forma, a curva LM mostra que há diferentes taxas de juros e diferentes níveis de renda que são compatíveis com o equilíbrio no setor monetário. No entanto, ao se combinar os dois setores, haverá somente uma taxa de juros e um nível de renda compatíveis com o equilíbrio nos dois setores.

Na figura III mostramos graficamente o equilíbrio simultâneo nos dois setores, real e monetário. Nesse gráfico, somente a taxa de juros de 3% e o nível de renda de Cr\$ 450 são compatíveis com o equilíbrio em ambos os setores. Segundo a conformação de cada curva haverá diferentes níveis de equilíbrio, tan

FIGURA II

SETOR REAL

Gráfico C :

Poupança

$$S = Y - C(Y)$$

$$\text{ou } S = S(Y)$$

Gráfico B :

Condição de

equilíbrio

$$S = I$$

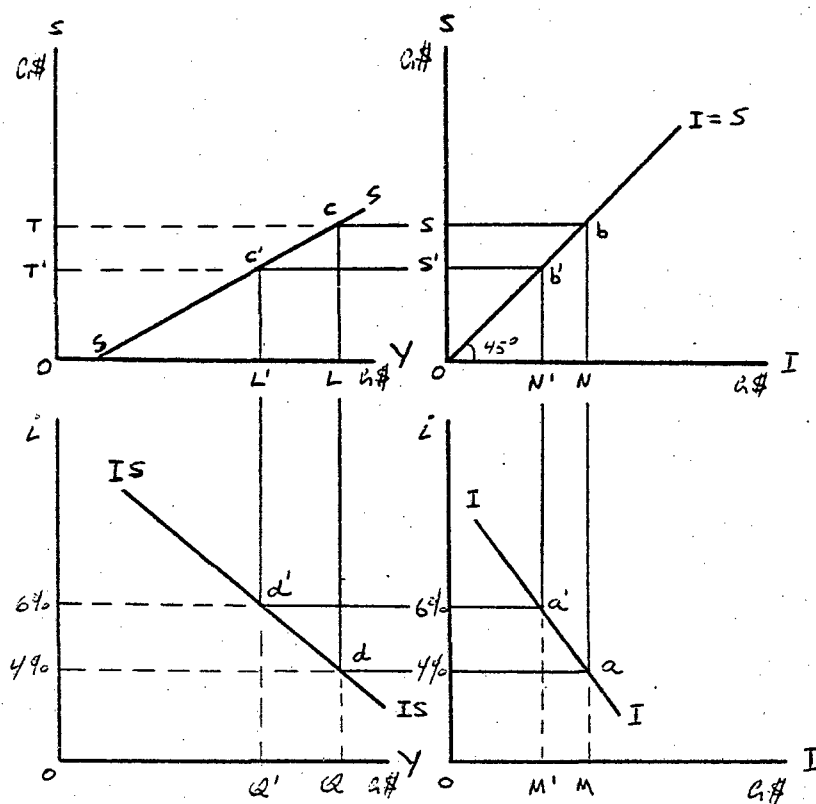


Gráfico D :

Equilíbrio do  
setor real

$$I(i) = Y - C(Y)$$

Gráfico A :

Investimento

$$I = I(i)$$

FIGURA III :  
Grafico IS - LM  
Equilíbrio simultâneo nos  
setores real e monetário.

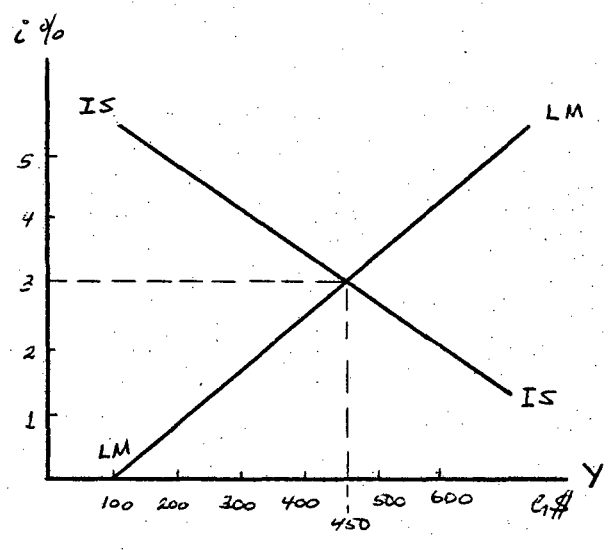


FIGURA IV :  
Alterações na curva IS

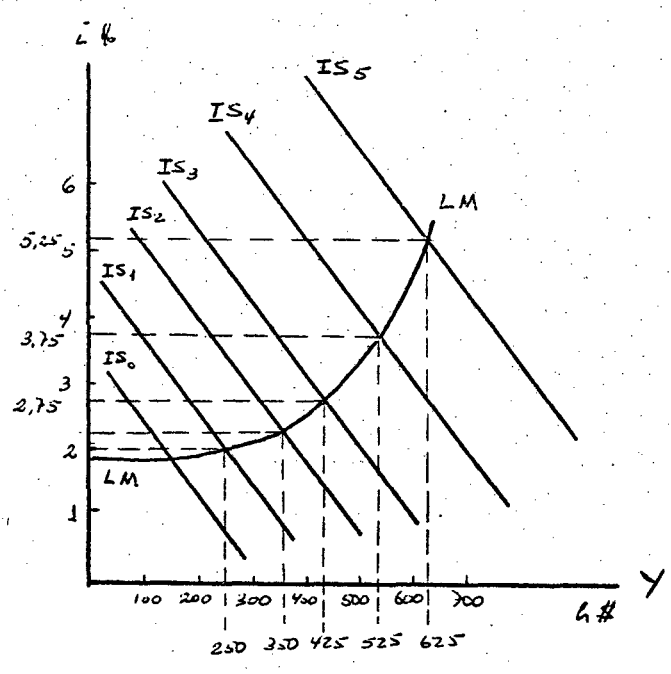
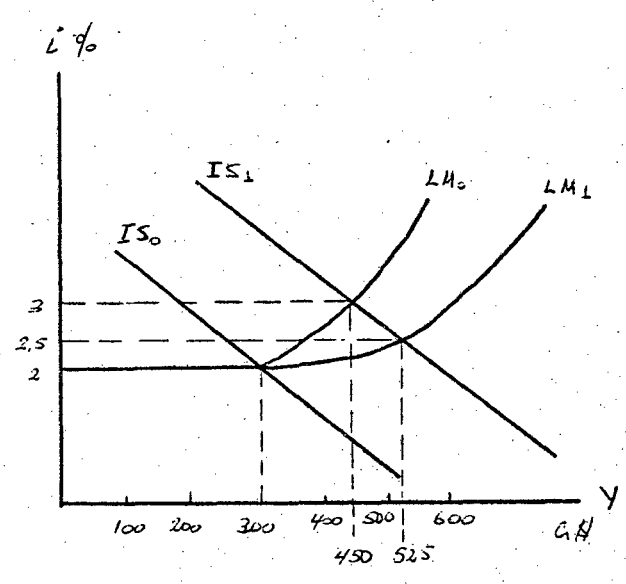


FIGURA V :  
Alterações em ambas as  
curvas IS e LM



to para a taxa de juros quanto para o nível da renda nacional.

Embora bastante simplificado (não incluindo despesas do governo nem relacionamento com o exterior), este modelo serve para ilustrar a visão keynesiana da roeda. Pode mostrar também, através de uma análise, o impacto de diversos fatores sobre os valores de equilíbrio dos setores real e monetário, conforme esse ponto de vista. Por exemplo, se a renda e a taxa de juros estiverem subindo ao mesmo tempo, será por um deslocamento para a direita na curva IS, e a origem estará, portanto, em fatores reais e não monetários.

Outros tipos de análise podem ser feitos. Por exemplo, se a curva LM for altamente elástica a baixas taxas de juros e inelástica a altas taxas de juros (Figura IV), um deslocamento da curva IS para a direita (que poderá ocorrer por um deslocamento da função investimento) terá o efeito de aumentar a renda nacional sem afetar a taxa de juros. Mas, se o ponto de equilíbrio estiver acima de Cr\$ 250 de renda nacional (no caso deste gráfico), deslocamentos da curva IS para a direita terão como efeito não só aumentos na renda, como também aumentos na taxa de juros. E, a altos níveis de renda, a cada variação na curva IS, teremos violentas alterações na taxa de juros. No caso de haver uma mudança da curva IS<sub>4</sub> para IS<sub>5</sub>, a renda aumentará de Cr\$ 525 para Cr\$ 625 (+ 19%) e a taxa de juros de 3,75% para 5,25% (+ 40%).

Pela Figura V podemos analisar mudanças conjuntas nas curvas IS e LM. Se assumirmos que a curva LM é infinitamente elástica à taxa de juros de 2% até o nível de renda de Cr\$ 300 (armadilha da liquidez) e relativamente elástica daí para a direita (LM<sub>0</sub>), e o ponto de equilíbrio estiver ao nível de renda de Cr\$ 300 (IS<sub>0</sub>), de nada adiantará às autoridades monetárias aumentar a oferta de moeda para baixar a taxa de juros, estimular o investimento e aumentar a renda nacional, que nada conseguirão. A situação já será diferente se o ponto de equilíbrio estiver na curva IS<sub>1</sub> (LM<sub>0</sub>). Neste caso, um aumento da oferta de moeda levará a curva LM para LM<sub>1</sub> e ocasionará uma queda na taxa de juros (de 3 para 2,5%) e um aumento na renda nacional (de Cr\$ 450 para Cr\$ 525).

Keynes desenvolveu sua teoria numa época de depressão (início dos anos 30), por isso discute os problemas de elevar a renda real. Também não ex-

plorou suficientemente as suas hipóteses<sup>(1)</sup>, limitando-se à análise do caso específico da armadilha da liquidez, que é exatamente o caso de uma economia em profunda depressão (baixa renda e baixa taxa de juros). Por isso, afirmava que a política monetária não era capaz de tirar a economia de uma depressão, como analisamos anteriormente no caso da Figura V (curva LM infinitamente elástica). A política econômica do governo, nesse caso, deveria se basear na política fiscal, que teria o efeito de deslocar a curva IS para a direita, elevando a renda real.

Após o modelo anterior, bastante simplificado e mostrando somente as forças que agem do lado da procura agregada, apresentamos outro modelo macro-econômico do tipo keynesiano que mostra a interação de todas as principais forças que afetam, não só a procura agregada, mas também a oferta agregada numa economia, em termos reais.

Como tanto a política monetária quanto a política fiscal só permitem ao Governo agir do lado da procura agregada, o modelo anterior torna-se conveniente para simplificar a explicação da ação daquelas políticas sobre a procura agregada. No entanto, para se compreender melhor a interação de todas as principais forças que afetam uma economia, torna-se necessário um modelo que considere tanto a procura como a oferta agregadas.

O modelo que apresentamos a seguir<sup>(2)</sup> analisa o nível corrente de produção de uma economia, o nível de preços, o nível de emprego da mão de obra, o nível de salários, e o nível da taxa de juros. É um modelo simplificado, porém mais completo. As simplificações, no entanto, não prejudicam os objetivos

---

(1) O modelo aqui apresentado foi originalmente desenvolvido pelo Prof. John R. Hicks. Veja "Mr. Keynes and the classics: a Suggested Interpretation", *Econometrica*, volume 5, nº 2, abril 1937, pp. 147 a 159.

(2) Este modelo foi desenvolvido pelo Prof. Eduardo Matarazzo Suplicy, da Fundação Getúlio Vargas. Publicado na *Revista Brasileira de Economia*, volume 24, nº 4, out/dez. 1970, pp. 219 a 246.

principais da exposição. As funções comportamentais que apresentaremos na realidade dependem de mais de uma variável, mas a apresentação de tôdas as variáveis impossibilitaria a exposição gráfica.

O modelo considera a procura agregada composta de duas partes: as forças que atuam no mercado de produtos e as que atuam no mercado monetário. No mercado de produtos considera as funções de consumo, de investimento, de gastos do Governo e de impostos. Supõe que não haja relações comerciais com o exterior e que o governo não faça transferências. No mercado monetário considera a oferta de dinheiro e a procura por dinheiro, esta dividida em procura por motivos de transação, precaução e especulação.

A oferta agregada é considerada dependente de fatores técnicos e econômicos. Os fatores técnicos dependem do estado atual da tecnologia, das artes, das invenções, da capacidade dos administradores, da habilidade dos trabalhadores e dos recursos naturais. Os fatores econômicos são: o nível de salários que os empresários desejam pagar e que os trabalhadores desejam receber, a lucratividade de se usar bens de capital de maneira mais ou menos intensiva, e outros.

Além de considerar nulas as exportações, importações e transferências do governo, o modelo considera também que:

- 1) o produto produzido pela economia pode ser comprado ora como bem de consumo, ora como bem de capital;
- 2) há uma moeda fiduciária e um mercado de títulos;
- 3) o estoque de bens de capital, de recursos naturais, o nível tecnológico, e o número de empresas são dados como constantes, pois somente o curto prazo é considerado; o único fator variável é a mão de obra;



- 4) a mão de obra existente é homogênea;
- 5) há concorrência perfeita tanto no mercado de produtos, como nos mercados de trabalho e de capitais;
- 6) não há incertezas quanto ao futuro no mercado de capitais, e qualquer pessoa ou empresa pode tomar emprestada a quantia que quiser desde que se comprometa a pagar a taxa de juros em vigor no mercado.

Na exposição do modelo as letras minúsculas indicam variáveis em termos reais, e as letras maiúsculas variáveis em termos nominais.

### X A Procura Agregada

Para que haja equilíbrio no mercado de produtos é preciso que a procura por bens de consumo, mais a procura por bens de capital, ou seja, os investimentos planejados, mais a procura de bens por parte do govêrno sejam iguais à oferta total de produtos. Por conveniência de análise, o modelo utiliza a função poupança em vez da função consumo. A condição de equilíbrio fica, então, indicada por: a poupança ( $s$ ), que depende do nível de renda real disponível ( $y_d$ ), mais os impostos ( $t$ ), considerados como variável exógena e constante, precisam ser iguais aos investimentos ( $i$ ), que dependem da taxa de juros ( $j$ ), mais os gastos governamentais ( $g$ ), variável exógena e constante. Logo:

$$s = s(y_d) = s(y - t) \quad (1)$$

$$t = t \quad (2)$$

$$g = g \quad (3)$$

$$s + t = i + g \quad (4)$$

e, mantendo-se constantes as expectativas dos empresários:

$$i = i(j) \quad (5)$$

Para que haja equilíbrio no mercado monetário é preciso que a procura por dinheiro, em termos reais,  $m_d$ , seja igual à oferta de dinheiro em termos reais,  $m_s$ . A procura por dinheiro, em termos reais, é separada em: procura por motivo transacional e precaucional,  $m_t$ , que depende do nível de renda; e procura para fins especulativos,  $m_e$ , que depende da taxa de juros. A oferta real de dinheiro, por definição, é igual à oferta nominal de dinheiro,  $M_s$ , deflacionada pelo nível de preços  $P$ .

$$m_d = m_t + m_e \quad (6)$$

$$m_t = m_t(y) \quad (7)$$

$$m_e = m_e(j) \quad (8)$$

$$m_s = m_t + m_e \quad (9)$$

$$m_s = \frac{M_s}{P} \quad (10)$$

$$M_s = \bar{M}_s \quad (11)$$

O modelo supõe que a oferta monetária nominal,  $M_s$ , seja exógena, determinada pelas Autoridades Monetárias. O nível de preços  $P$  é uma variável endógena do modelo, assumida inicialmente ao nível arbitrário de  $P_1$ .

$$P = P_1 \quad (12)$$

A interpretação geométrica da procura agregada neste modelo (figura VI) é semelhante à do modelo anterior. No mercado de produtos, utilizando-se a condição de equilíbrio (4), as duas relações de comportamento dos indivíduos (1) e dos empresários (5) e as variáveis exógenas (2) e (3) determinadas pelo governo, constrói-se a curva IS. No mercado monetário, nos eixos do quadrante inferior esquerdo, coloca-se a oferta monetária real,  $m_s$ , (distância  $RA = RB$ ), e com as relações (7) e (8) constrói-se a curva LM. O ponto em que as curvas IS e LM se interseccionam indica o único par de valores de nível de renda e de taxa de juros ( $y_1$  e  $j_1$ ) que satisfazem as condições de equilíbrio, tanto no mercado de produtos como no mercado monetário.

O nível de renda  $y_1$  indica o nível de procura agregada na economia, dado o nível de preços  $P_1$ . Para uma oferta de meios de pagamento em termos nominais  $M$ , a oferta monetária em termos reais é:

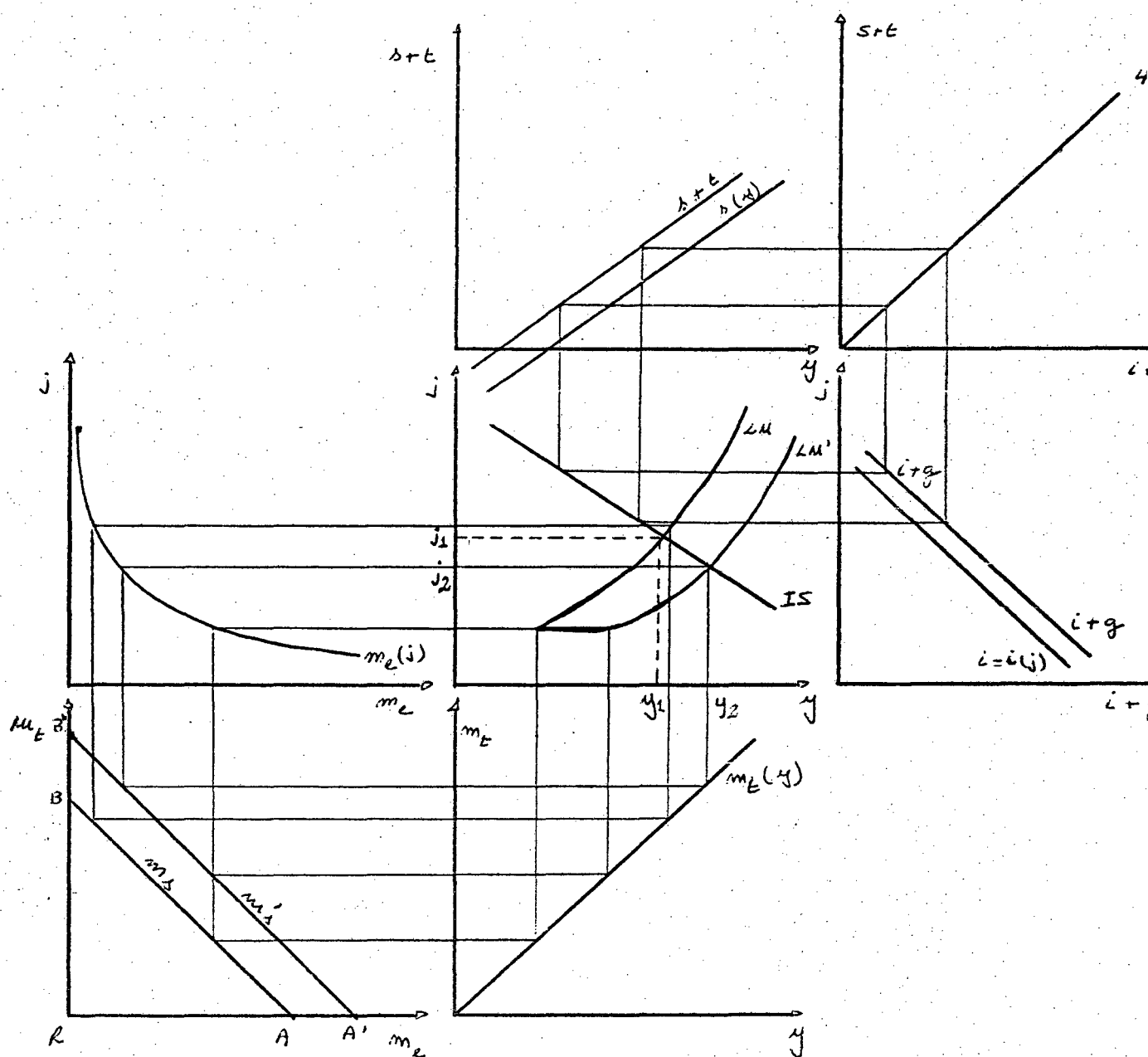
$$m_s = \frac{M}{P_1}$$

Se for suposto um nível de preços mais baixo,  $P_2$ , que pode ser ocasionado por um aumento da oferta agregada, a oferta monetária em termos reais torna-se:

$$m'_s = \frac{M}{P_2}$$

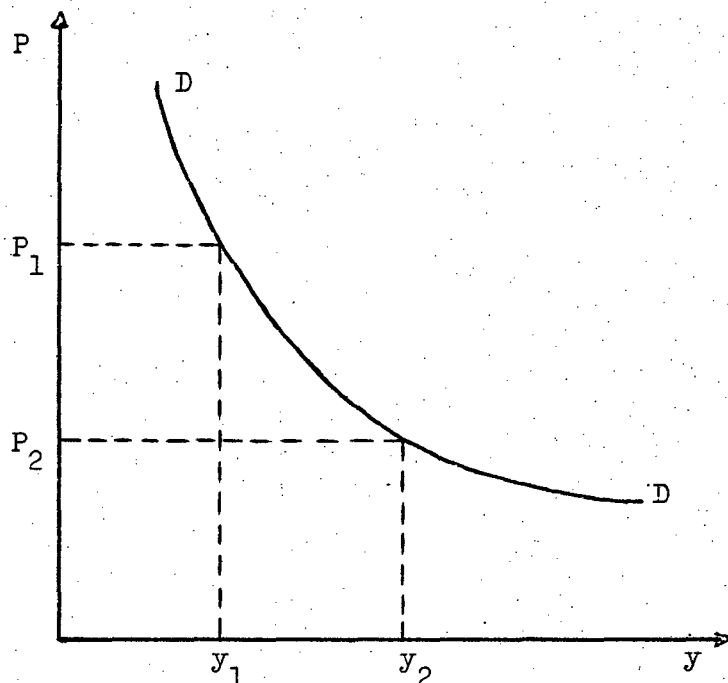
Como  $P_2$  é menor do que  $P_1$ ,  $m'_s$  será maior do que  $m_s$ , mantendo-se  $M$  constante. Na figura VI os pontos A e B deslocar-se-ão para A' e B', respectivamente, e a distância  $RA' = RB'$  representará nova oferta real de dinheiro. Obter-se-á uma nova função LM, indicada por LM', e um novo ponto de intersecção das funções IS e LM. Este novo ponto resulta em outro par de valores de nível de renda,  $y_2$ , e de taxa de juros,  $j_2$ , que satisfaz as condições de equilíbrio nos mercados de produto e monetário, dado o novo nível de preços  $P_2$ . O nível de renda  $y_2 > y_1$  é o quanto seria procurado efetivamente pela economia ao novo nível de preços  $P_2 < P_1$ . Repetindo-se este procedimento para diferentes níveis de preços, e colocando-se os pares resultantes de  $y$  e  $P$  em equilíbrio na figura VII,

FIGURA VI - O Mercado de Produtos e o Mercado Monetário



obtém-se a função de procura agregada da economia, DD.

FIGURA VII :  
A PROCURA AGREGADA



#### A Oferta Agregada

Para a determinação da oferta agregada são necessárias: a função de produção, e a procura e oferta de trabalhadores no mercado de trabalho.

O modelo supõe uma função de produção que relaciona o nível de renda real produzida ( $y$ ) com o nível de emprego da mão de obra ( $N$ ) na economia, mantidos constantes o montante de capital ( $K$ ), a quantidade de outros recursos produtivos ( $R$ ), e o nível de tecnologia, no curto prazo. A função de produção fica representada por:

$$y = F(N, K, R, \mathcal{Z}) \quad (13)$$

ou

$$y = F(N) \quad (14)$$

já que,

$$K = \bar{K} = \text{constante}$$

$$R = \bar{R} = \text{constante}$$

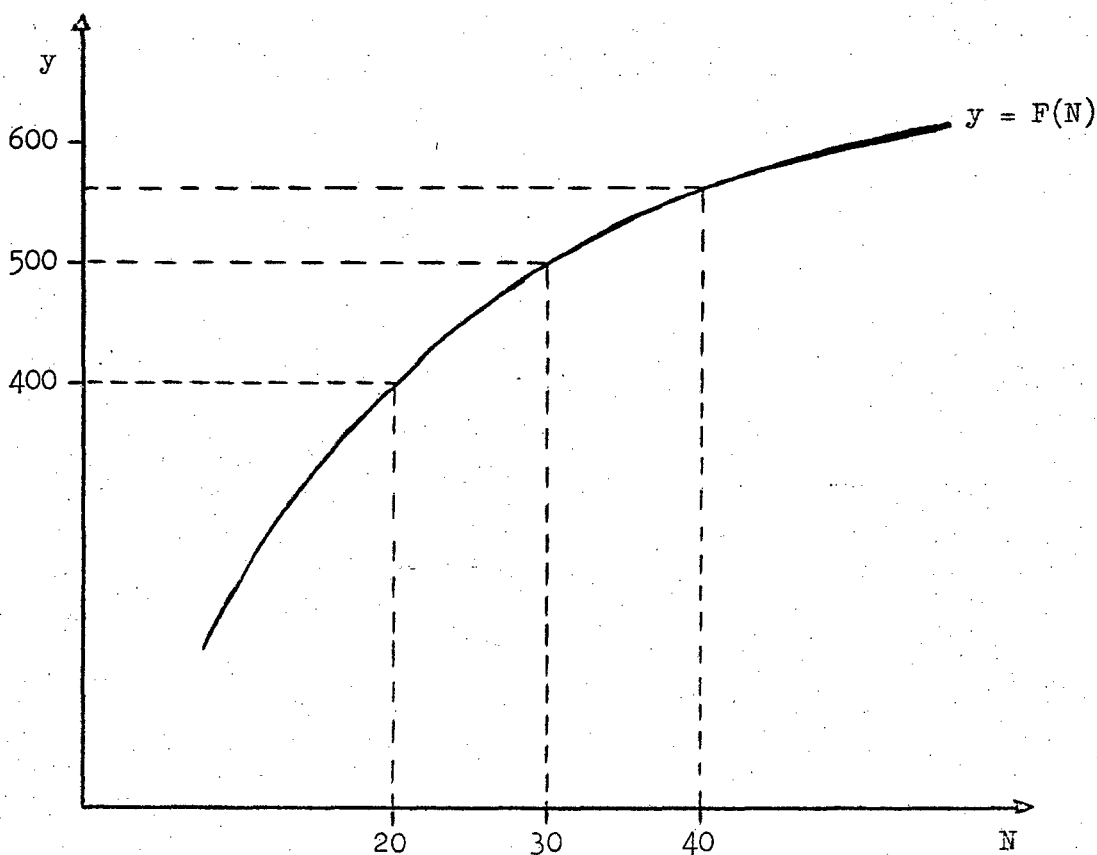
$$\mathcal{Z} = \bar{\mathcal{Z}} = \text{constante}$$

O valor da produção é o nível médio de preços ( $P$ ) multiplicado pela produção real ( $y$ ):

$$Y = P \cdot y = P \cdot F(N) \quad (15)$$

A função de produção (14), que está representada na figura VIII, reflete a lei dos rendimentos decrescentes. Cada trabalhador empregado a mais resulta num aumento da produção agregada, mas este aumento torna-se cada vez menor à medida que se aumenta o emprego de trabalhadores. Definindo-se o produto marginal como a mudança na produção total resultante do emprego de um trabalhador adicional, obtém-se, ao longo da função de produção, um produto marginal decrescente.

FIGURA VIII : A FUNÇÃO DE PRODUÇÃO



Matematicamente, o produto marginal do trabalho é a derivada da função de produção em relação ao trabalho:

$$PM_N = F'(N)$$

O conceito de produto decrescente pode ser expresso por:

$$F''(N) < 0$$

ou seja, a segunda derivada da função de produção é negativa. Isto quer dizer que a primeira derivada vai se tornando cada vez menor à medida que se aumenta a quantidade de trabalho empregado.

A procura por trabalhadores é resultado da procura agregada por bens e serviços. O número de trabalhadores a serem empregados depende também da tecnologia disponível, que está representada na função de produção. Supondo-se que o objetivo das empresas é a maximização dos lucros, elas irão empregar trabalhadores enquanto cada trabalhador adicional resultar num acréscimo de receitas maior do que o acréscimo de despesas. Dessa forma, o nível de salários ( $w$ ) que os empregadores oferecerão aos trabalhadores será determinado pelo produto adicional que cada trabalhador irá acrescentar quando entrar na força de trabalho ativamente ocupada.

$$w = F'(N) \quad (16)$$

Como o produto marginal do trabalho é decrescente, quanto maior o número de trabalhadores empregados, menor será o nível de salário real. Como o produto marginal  $F'(N)$  é uma função de  $N$ , pode-se obter o valor de  $N$  como sendo função do salário real  $w$ . Assim, a procura por trabalhadores, indicada na Figura IX, pode ser expressa por:

$$N_d = N_d(w) \quad N'_s(w) < 0 \quad (17)$$

No lado da oferta de trabalhadores, em geral, no curto prazo, quanto maior for o salário oferecido, maior será o número de pessoas que desejam trabalhar, ou, alternativamente, maior será o número de homens-hora por ano que se oferecem para trabalhar.

Os trabalhadores não estão interessados no montante de cruzeiros que

irão receber num período, e sim no montante de bens e serviços que esses cruzeiros poderão comprar. Portanto, a oferta de trabalhadores será função do salário real ( $w$ ) em vez do salário monetário. A oferta de trabalhadores, também indicada na figura IX, pode ser expressa por:

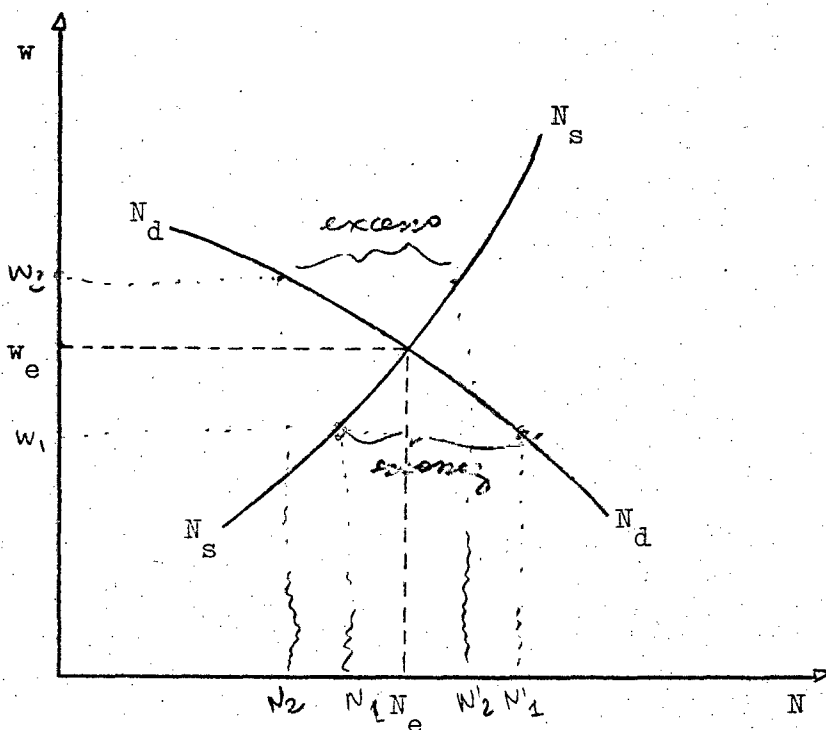
$$N_s = N_s(w) \quad (18)$$

Supõe-se que  $N_s$  cresce à medida que  $w$  cresce:  $N'_s(w) > 0$ . A inclinação positiva de  $N_s$  indica que quanto maior o salário real, maior será a oferta de trabalhadores.

*dar-se-á*  
O equilíbrio no mercado de trabalho se dará, ao nível de salário real,  $w_e$ , e ao nível de emprego,  $N_e$ , quando os empregadores tiverem empregado o número de trabalhadores que desejam, e quando todos os trabalhadores que estejam querendo trabalhar encontrem emprego (pleno-emprego). Isto ocorre no ponto de intersecção entre a oferta e a procura:

$$N_s = N_d \quad (19)$$

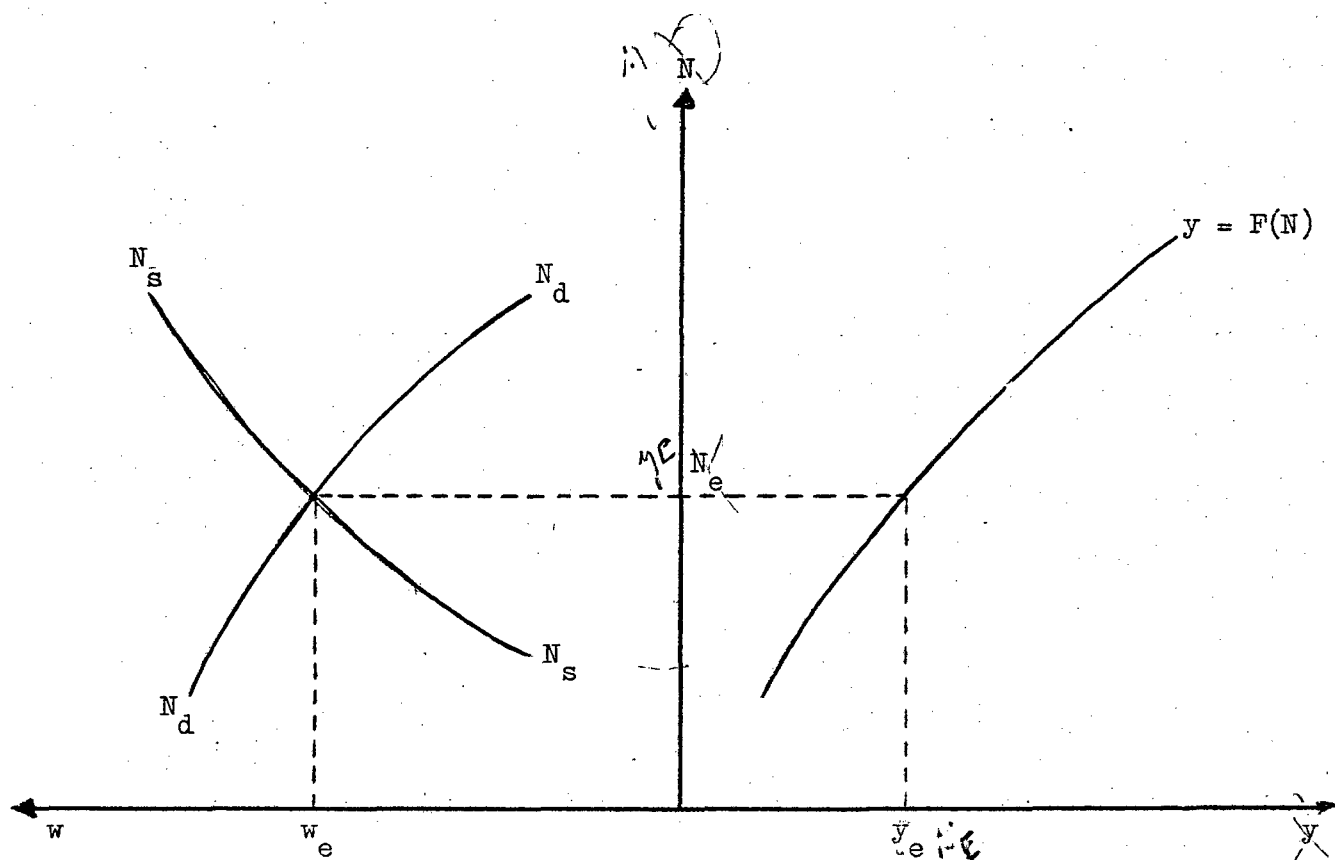
FIGURA IX : O MERCADO DE TRABALHO





O mercado de trabalho determina o nível de salário real e o nível de emprego. Através da função de produção podemos agora determinar o nível de produção agregada. Esta determinação pode ser mostrada graficamente pela colocação das figuras VIII e IX lado a lado, de forma que o eixo de emprego ( $N$ ) seja coincidente (Figura X). A figura X é um método gráfico de se obter a solução simultânea para as equações (14), (17), (18) e (19).

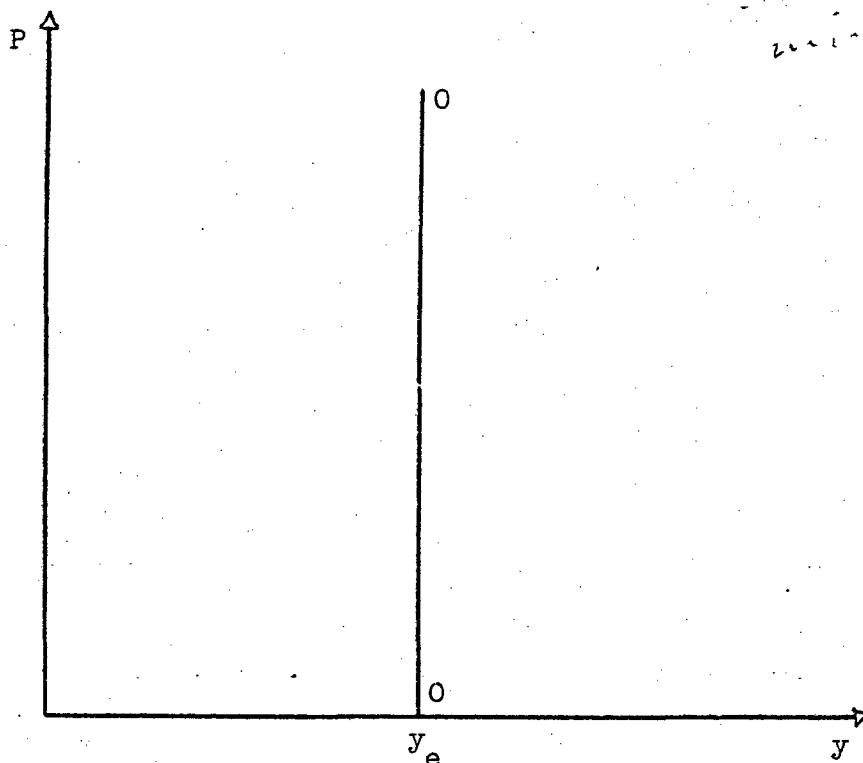
**FIGURA X : DETERMINAÇÃO DA PRODUÇÃO AGREGADA**



Ressalta da figura X, ou do conjunto de equações (14), (17), (18) e (19), que a produção de equilíbrio não depende do nível de preços por que o nível de preços não consta de nenhuma equação do conjunto citado. Assim, se formos construir um gráfico de oferta agregada como uma função do nível de preços, ela seria uma linha reta vertical indicando que a produção seria  $y_e$ , a qualquer nível de preços. Este caso está ilustrado na figura XI.

FIGURA XI : OFERTA AGREGADA

*(infinita)  
nível de  
preços  
na direção  
vertical*



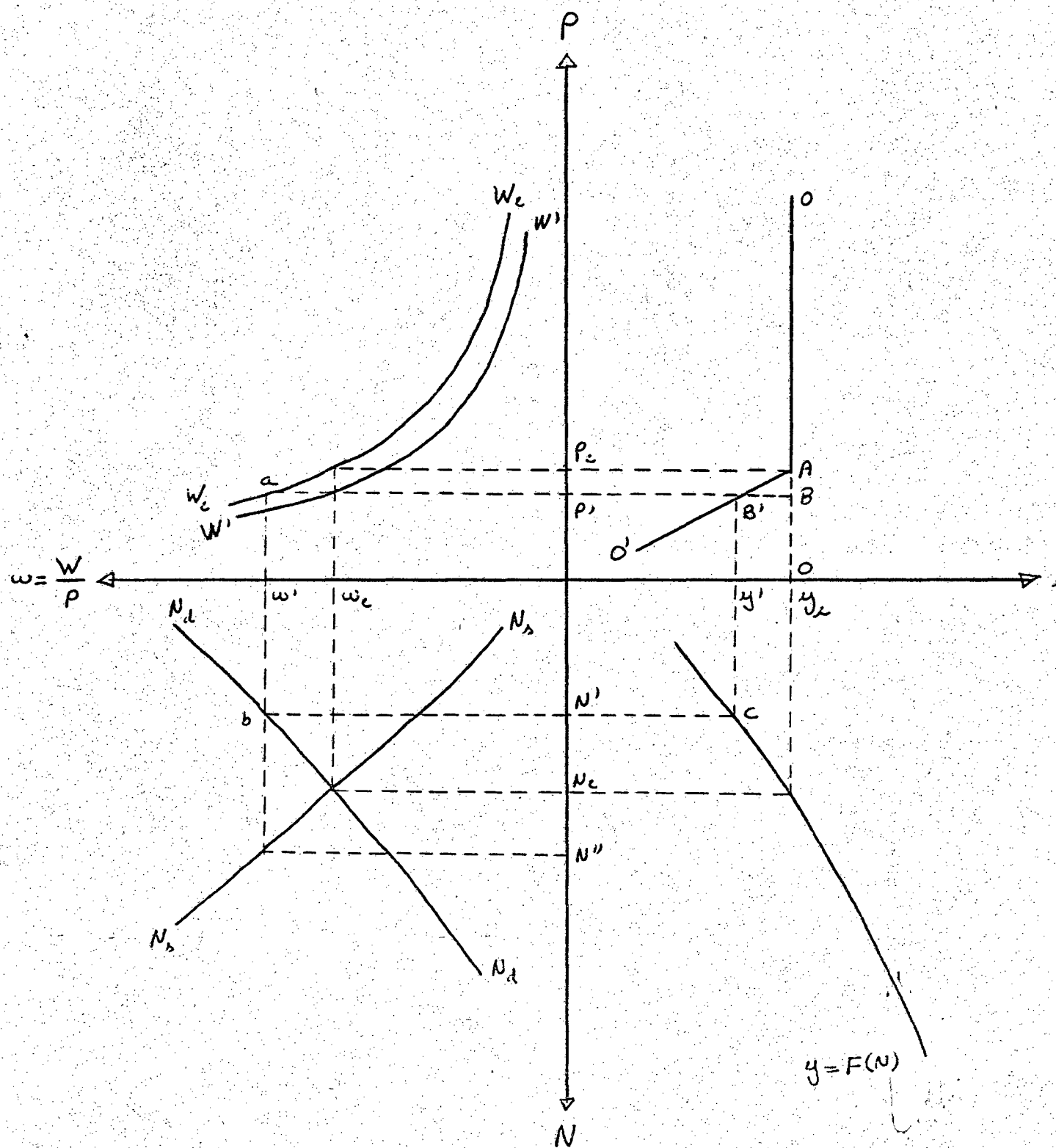
Pela figura XI, uma mudança no nível de preços não afetaria o nível de produção agregada. Esta conclusão, no entanto, não é correta para o mundo real. Seria verdadeira se os salários nominais fossem flexíveis, isto é, variassem de acordo com as variações do nível de preços. Como na realidade os salários nominais são inflexíveis para baixo, a curva de produção agregada assume a forma apresentada no quadrante superior direito da figura XII (O'AO).

A figura XII apresenta nos quadrantes inferiores, esquerdo e direito, a mesma figura X, invertida. No quadrante superior esquerdo, cada hipérbole retangular representa um nível de salário nominal<sup>(1)</sup>. O nível de salários em

(1) Todos os retângulos formados a partir de um ponto de uma mesma hipérbole, com lados paralelos aos eixos horizontal e vertical, medindo respectivamente, os valores do salário real e do nível de preços, terão sempre o valor correspondente ao salário nominal indicado pela hipérbole. Assim:

$$W_e = w_e \cdot P_e = \frac{W_e}{P_e} \cdot P_e$$

FIGURA XII - A OFERTA AGREGADA



termos reais ( $w$ ) é igual ao nível de salários em termos nominais ( $W$ ), deflacionado pelo nível de preços ( $P$ ):

$$w = \frac{W}{P} \quad (20)$$

Havendo flexibilidade de preços e salários, sempre que houver uma mudança no nível de preços de equilíbrio (determinada pela intersecção entre oferta e procura agregada), haverá uma mudança no nível de salário nominal de forma a que volte a existir o nível de salário real que resulte em pleno emprego.

No quadrante superior direito está representada a oferta agregada de bens e serviços.

Imagine-se uma situação inicial como sendo a de pleno emprego, indicada pelo ponto A no quadrante superior direito da figura XII. O salário nominal é representado pela hipérbole retangular  $W_e W_e$ , o nível de preços é  $P_e$ , o salário real é  $w_e$ , o nível de emprego é  $N_e$ , e o nível de produção é  $y_e$ . O salário nominal  $W_e W_e$  é inflexível para baixo. Se houver uma queda no nível de preços para  $P'$ , o salário real passará a ser  $w'$ , já que o salário nominal  $W_e W_e$  é inflexível para baixo. O salário real  $w'$  será maior do que  $w_e$ . Nesse novo nível  $w'$  de salário real, o número de trabalhadores procurados cai para  $N'$ , enquanto o número de trabalhadores que se oferecem para trabalhar aumenta para  $N''$  (a um salário real mais alto a oferta de trabalhadores será maior). Somente  $N'$  trabalhadores serão empregados, os quais produzirão apenas  $y'$ , aquém do nível  $y_e$  de pleno emprego.

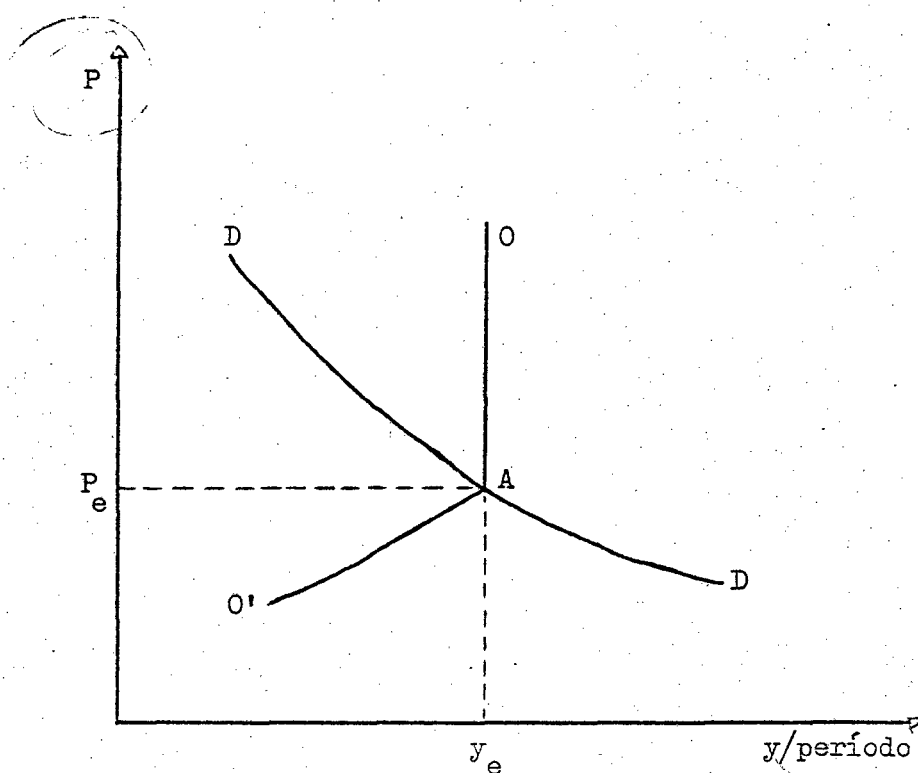
Temos, neste caso, duas medidas possíveis de desemprego: a) a queda no nível de emprego de  $N_e$  para  $N'$ ; ou b) o número de pessoas que está procurando emprego ao nível de salário real  $w'$  e não o encontra. Este número é dado pela distância entre  $N'$  e  $N''$ .

Se os salários nominais fossem flexíveis, a queda no preço de  $P_e$  para  $P'$  teria causado uma queda proporcional nos salários nominais de  $W_e W_e$  para  $W' W'$  de forma a deixar a produção inalterada ao nível  $y_e$ . Estar-se-ia no ponto B ao longo da oferta agregada OO (como na figura XI). No entanto, com os salários nominais inflexíveis para baixo teremos o ponto B' (determinado pelos pontos: a, b, c), que relaciona o preço  $P'$  com o nível de produção  $y'$ . Portanto, se os salários nominais forem inflexíveis para baixo, a oferta agregada apresentará uma inclinação positiva que consiste de pontos tais como A e B'. A oferta agregada torna-se O'A O.

O modelo supõe que não haja rigidez no caso de haver pressões para que os salários aumentem. Neste caso, os trabalhadores aceitarão salários mais altos. Desta forma a curva de oferta agregada tem uma parte positivamente inclinada até atingir o nível de pleno emprego ( $O'A$ ), tornando-se perfeitamente inelástica (vertical, como no caso da figura XI) daí para a frente, à medida que se elevam os preços ( $AO$ ).

Uma vez construídas a procura agregada, conforme a figura VII, e a oferta agregada, conforme o quadrante superior direito da figura XII, podemos colocar ambas no mesmo gráfico e verificar o ponto de intersecção entre as duas.

FIGURA XIII : EQUILÍBRIO ENTRE OFERTA E PROCURA AGREGADAS



Suponhamos, na figura XIII, que o equilíbrio ocorra ao nível de preços  $P_e$  e ao nível de produção  $y_e$ . O fato deste nível de produto  $y_e$  estar sobre a oferta agregada indica que os produtores querem produzir este montante de forma contínua, período após período. O fato desse mesmo ponto se encontrar na escala de procura agregada indica que toda a renda recebida pelas unidades econômicas (consumidores, empresas e governo) será gasta por elas de forma que este nível

de renda possa continuar a existir, período após período. Se nenhum dos fatores que afetam a oferta ou a procura agregadas se modificarem, este equilíbrio continuará a prevalecer.

A figura XIV mostra, numa única figura, o modelo apresentado, mostrando a interdependência entre as diversas variáveis do sistema. Mostra a forma pela qual são construídas a procura agregada DD e a oferta agregada O'A0. A intersecção de ambas se dá no ponto A, por suposição, ao nível de renda de pleno emprego  $y_e$ , e ao nível de preços  $P_e$ . Na parte inferior da figura está indicado o número de trabalhadores empregados  $N_e$ , o nível de salário real  $w_e$ , e o nível de salário nominal, indicado pela hipérbole retangular W. O salário real  $w_e$  é igual a  $W/P_e$ .

O modelo permite saber-se como o valor da procura agregada é exatamente igual a  $y_e$  quando o nível de preços é  $P_e$ .

A figura XIV representa a justaposição das figuras VI (o mercado de produtos e o mercado monetário) e XII (a oferta agregada), através do ponto  $H^{(1)}$ , que tem a utilidade de transferir para o gráfico da figura VI os níveis de preços do gráfico da figura XII, formando a hipérbole retangular M, que corresponde a um dado montante nominal de moeda. Essa hipérbole retangular M é que nos permite saber qual o valor de  $y$  demandado, para cada nível de preços  $P$ .

Assim, ao nível de preços  $P_e$ , dada a oferta nominal M de meios de pagamento, a oferta real de meios de pagamento será:

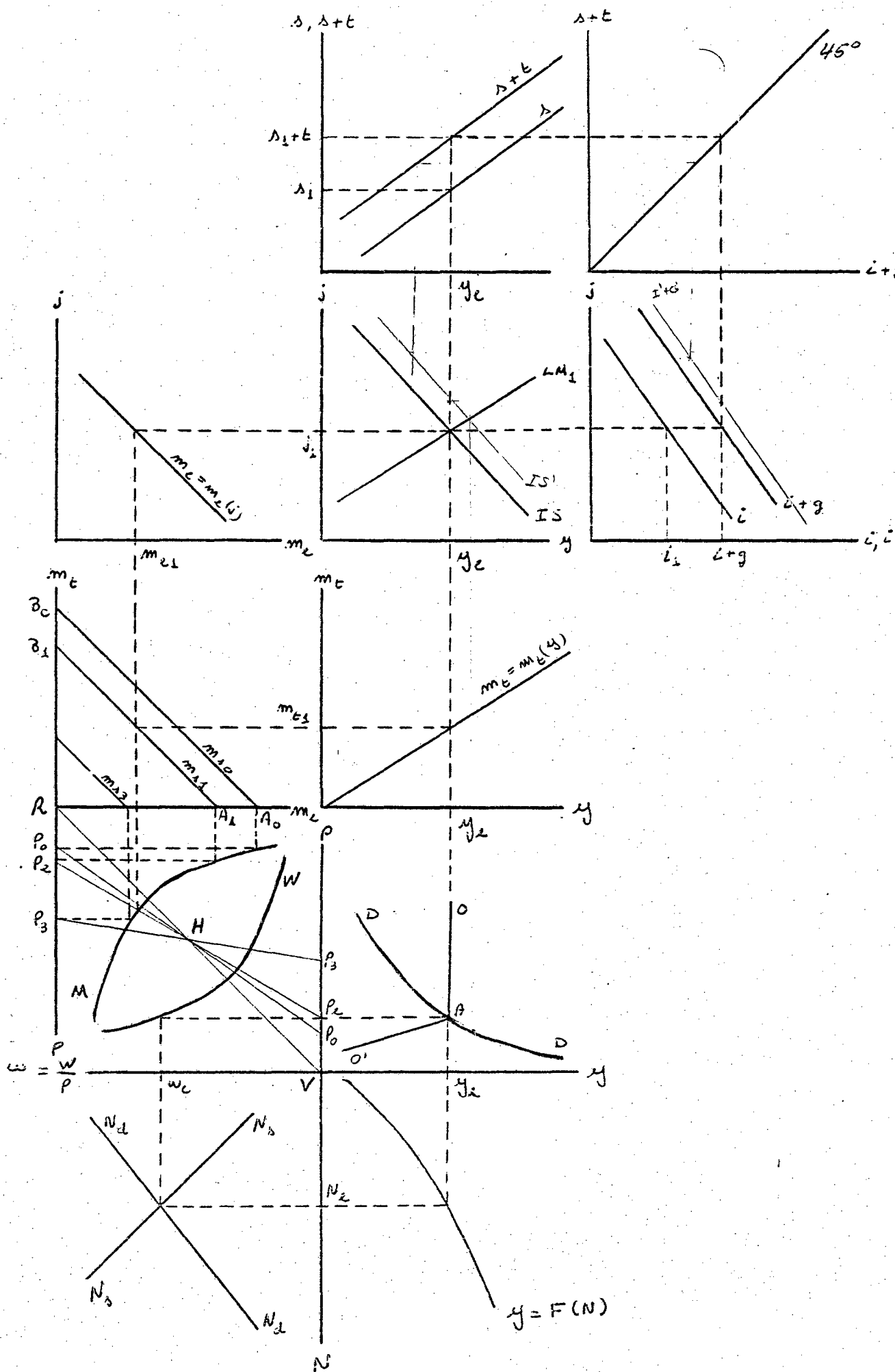
$$m_{sl} = \frac{M}{P_e}$$

que corresponde à distância  $RA_1 = RB_1$ . A distância  $RP_e$  é exatamente igual à distância  $VP_e$  e ambas indicam o nível de preços  $P_e$ . Dada a oferta real de moeda  $m_{sl}$  e as funções de procura por moeda  $m_e$  e  $m_t$ , constroi-se a função  $LM_1$ . Na

---

(1) Uma vez traçadas a reta que liga os dois vértices R e V (figura XIV), e qualquer reta indicando o mesmo nível de preços (por exemplo  $P_3P_3$ ), essas duas retas se cruzarão no ponto H. Qualquer outro nível de preços indicado num eixo pode ser localizado no eixo justaposto estendendo-se a reta que liga o nível de preços ao ponto H, até o outro eixo.

FIGURA XIV - MODELO MACROECONOMICO COMPLETO



intersecção de  $LM_1$  com a função IS obtém-se o nível de procura agregada  $y_e$ , e o nível de taxa de juros  $j_1$ . Este par de valores satisfaz às condições de equilíbrio nos mercados de produto e monetário. Dado o nível de taxa de juros  $j_1$ , obtém-se o montante de investimentos que está sendo realizado,  $i_1$ , e a quantidade procurada de moeda para fins especulativos,  $m_{e1}$ . Dado o nível de renda  $y_1$ , sabe-se: o montante de poupança que está sendo realizado pelos indivíduos,  $s_1$ ; o correspondente montante de consumo,  $c_1$ ; e a quantidade procurada de moeda para fins transacionais,  $m_{t1}$ .

O modelo permite fazer-se infinitas variações nas diversas funções do modelo, para se verificar os efeitos tanto da política monetária como da política fiscal. No caso desta última poderíamos imaginar, por exemplo, um aumento nos gastos do governo, digamos, de  $g$  para  $g'$  (não ilustrado na figura XIV), e verificar, através do deslocamento da função IS, o deslocamento da procura agregada para um nível mais alto do que antes do aumento nos gastos do governo.

Como o que mais nos interessa são os efeitos da política monetária, apresentamos um exemplo na figura XV. Essa figura ilustra o caso de uma expansão da oferta nominal de meios de pagamento visando levar a economia a funcionar ao nível de pleno emprego. A situação inicial é de equilíbrio ao nível de renda  $y_0$ , aquém do nível de pleno emprego. O nível inicial de preços é  $P_0$ . Se mantermos constantes as funções comportamentais e as demais variáveis exógenas do modelo, o aumento da oferta nominal de dinheiro de  $MM$  para  $M'M'$  levará a uma nova intersecção entre oferta e procura agregadas, ao nível de preços mais elevado  $P_1$ , e ao nível de renda de pleno emprego  $y_1$ .

Na posição inicial as funções IS e  $LM_0$  interseccionam-se ao nível de renda  $y_0$  e ao nível de taxa de juros  $j_0$ . Esses valores determinam  $i_0$ ,  $s_0$ ,  $m_{e0}$ , e  $m_{t0}$ . Na posição final as funções IS e  $LM_1$  interseccionam-se ao nível de renda mais elevado  $y_1$  (que neste exemplo corresponde ao pleno emprego) e ao nível de taxa de juros  $j_1$ , mais baixo. Esses valores determinam  $i_1$ ,  $s_1$ ,  $m_{e1}$ , sendo:

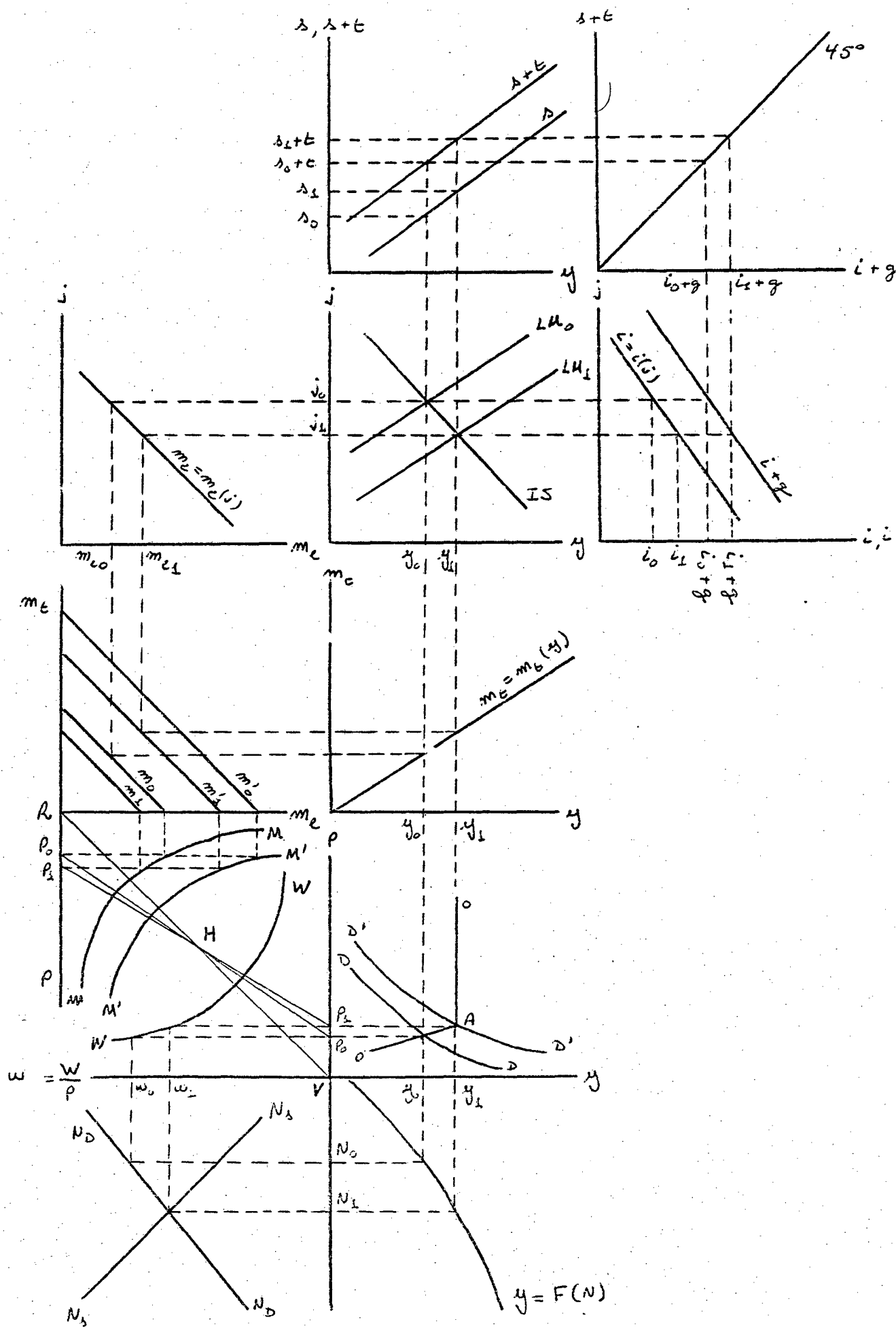
$$i_1 > i_0 \quad m_{e1} > m_{e0}$$

$$s_1 > s_0 \quad m_{t1} > m_{t0}$$

Este resultado poderia se alterar se o aumento nominal dos meios de pagamento, ao baixar o nível de taxas de juros, e alterando as expectativas de



FIGURA XV - EXEMPLO DE EXPANSÃO DA PROCURA AGREGADA  
POR AUMENTO DA OFERTA NOMINAL DE MEIOS DE PAGAMENTO



aumento de preços na economia, fizesse com que os indivíduos gastassem mais. O aumento no consumo deslocaria para baixo a função poupança. A função IS deslocar-se-ia para a direita e para cima, provocando uma maior expansão da procura agregada e uma pressão para que a taxa de juros se elevasse. O equilíbrio final poderia se dar a uma taxa de juros eventualmente igual ou maior do que a inicial.

A expansão da procura agregada pode também ser obtida através de uma política conjunta monetário-fiscal, levando para cima e para a direita a curva IS, e para baixo e para a direita a curva LM.

Logo após a publicação da "Teoria Geral" de Keynes surgiram tremendas controvérsias entre os adeptos da nova teoria e os adeptos da teoria clássica. Algumas controvérsias ainda persistem até hoje. Há ainda os keynesianos ortodoxos que só acreditam na política fiscal para tirar a economia de uma recessão. Há os que acreditam numa política conjunta monetário-fiscal (a maioria), e há os "monetaristas" que, com a sua moderna formulação da teoria quantitativa, afirmam que a política monetária é o único instrumento eficaz de política anti-cíclica. Este último ponto de vista é o que analisaremos a seguir.

#### A moderna formulação da Teoria Quantitativa

*Resumo e comentários*

Enquanto a maioria dos economistas atualmente dá ênfase à importância da política conjunta monetário-fiscal, outros, os chamados monetaristas, acreditam que as mudanças na oferta de moeda é que são o determinante crucial não só dos preços, mas também dos gastos, produção e emprego, menosprezando a política fiscal keynesiana.

Afirmam que o dinheiro exerce influência predominante sobre a atividade econômica, e vão mais adiante, fazendo recomendações para a política monetária. Aham que a economia é inerentemente estável, tendendo para o pleno-emprego e o crescimento sustentado. Nessas circunstâncias o que o Governo deveria fazer para a economia atingir o pleno-emprego era fazer com que a oferta de moeda crescesse à mesma taxa de crescimento da atividade econômica (the money supply rule).

O Banco Central tem o poder de estabilizar a economia através do seu

poder de controlar as reservas bancárias e a oferta de moeda. Segundo os monetaristas, esse poder não tem sido adequadamente utilizado (nos Estados Unidos), levando a economia a flutuações, através da política espasmódica do Federal Reserve, que alterna períodos de relaxamento expansionista com fases de contração monetária.

Assim como o ponto de vista keynesiano está associado a John Maynard Keynes, a moderna visão monetarista está associada a Milton Friedman, da Universidade de Chicago. ~~4X~~

Friedman, após diversas pesquisas, concluiu que o estoque real de moeda que o público deseja manter em seu poder depende de dois fatores principais:

- 1) o nível de renda
- 2) o custo de reter moeda.

O nível de renda real afeta os saldos de caixa desejados de duas formas:

- a) uma mudança na renda real afetará o volume total de transações a ser efetuado. Este efeito pode levar a uma mudança no estoque real de moeda desejado na mesma proporção que a da renda.
- b) se houver uma mudança não só na renda real mas também na renda per capita, o público ficará com um nível de vida maior ou menor. Com essa mudança no nível de vida o público poderá querer aumentar o seu estoque de moeda mais ou menos do que proporcionalmente, assim como um aumento no nível de vida leva a um aumento menos do que proporcional nos gastos em pão e a um aumento mais do que proporcional nos gastos em bens de consumo durável. Neste aspecto o dinheiro seria considerado como um bem de consumo durável, por que um aumento no nível de renda real está associado a aumentos mais do que proporcionais no estoque real de moeda. <sup>um bem de consumo durável</sup> (1)

---

(1) O que leva Friedman a chegar a esta conclusão é o fato de ter incluído os depósitos a prazo no seu conceito de meios de pagamento, encontrando uma elasticidade-renda da demanda por moeda igual a 1,8, quando, outros economistas, considerando os meios de pagamento na forma tradicional, a encontraram em torno da unidade.

O custo de reter moeda em caixa depende basicamente de dois fatores:

- a) a taxa de juros que poderia ser recebida em outros ativos.
- b) a taxa esperada de mudanças nos preços.

A respeito destes dois ultimos fatores, Friedman afirma que a taxa de juros tem um sistemático efeito na direção esperada mas esse efeito é muito pequeno. E, que a taxa esperada de mudanças nos preços não tem efeito perceptível quando o público espera que a taxa de mudança nos preços seja pequena. Mas, quando a mudança nos preços é rápida e contínua, como nos períodos extremos de inflação e deflação, a taxa esperada de mudança nos preços tem um efeito maior claramente perceptível.

Na sua reformulação da teoria quantitativa Friedman estabelece a seguinte função de demanda por moeda para o indivíduo portador de riqueza<sup>(1)</sup>:

$$\frac{M_d}{P} = f\left(W, r_m, r_b, r_e, \frac{1}{P} \frac{dP}{dt}, n\right)$$

onde:

$$\frac{M_d}{P} = \text{quantidade real de moeda demandada.}$$

$$W = \text{riqueza}$$

$$r_m = \text{a taxa de retorno do dinheiro}$$

$$r_b = \text{a taxa de retorno das obrigações.}$$

$$r_e = \text{a taxa de retorno das ações.}$$

---

(1) Friedman estabelece duas funções, uma para as pessoas e outra para as empresas, por que a composição do "portfólio" de ativos é diferente nos 2 casos.

$P$  = índice do nível geral de preços.

$\frac{1}{P} \frac{dP}{dt}$  = a taxa de mudança do índice de preços  $P$  ao longo do tempo.

$n$  = a taxa entre a riqueza não humana e a riqueza humana.

Os termos  $r_m$ ,  $r_b$ ,  $r_e$  e  $(1/P) (dP/dt)$  representam a influência das taxas de retorno das formas alternativas de riqueza na determinação do nível do saldo de dinheiro que o público deseja manter. O termo  $W$  é uma medida da riqueza e reflete a restrição imposta ao possuidor da riqueza pelo tamanho do seu "portfolio". Esta variável representa um papel análogo àquele representado pela renda como restrição na teoria do consumidor. O termo " $n$ " é uma medida da riqueza humana, componente da riqueza total do indivíduo. Desde que a riqueza é o valor presente de uma série futura de retornos a serem recebidos por um certo estoque de capital, Friedman admite que uma pessoa pode aumentar seu fluxo de renda (riqueza) investindo em educação ou outras atividades que aumentem o valor de sua força de trabalho. Essa variável é incluída na função de demanda por moeda porque é de se esperar que quanto maior seja o componente "humano" do estoque total de riqueza de uma pessoa, maior seja a sua demanda por moeda.

Quanto à demanda por moeda das empresas, Friedman esclarece que estas não estão sujeitas à restrição imposta pela riqueza total como no caso da pessoa física. O volume de capital aplicado nos ativos produtivos, inclusive a moeda, é uma variável que pode ser determinada pela empresa para maximizar seus retornos, desde que se pode adquirir capital adicional através do mercado de capitais. Embora não haja razão para incluir a riqueza total neste caso, ela pode ser incluída na falta de outras variáveis mais explicativas.

A divisão da riqueza entre as formas humana e não humana não tem especial relevância para as empresas porque elas estão aptas a adquirir no mercado ambas as formas de serviço. As taxas de retorno do dinheiro e dos ativos alternativos são de grande importância para as empresas. Essas taxas determinam-lhes o custo líquido de manter dinheiro em caixa. Contudo, as taxas mais importantes podem ser diferentes daquelas anteriormente apresentadas para a pessoa física, como, por exemplo, a taxa de empréstimos bancários.

Em essência, a equação anterior pode também ser representativa da

função de demanda por moeda das empresas, excluindo-se apenas a variável "n". Dessa forma, a função de demanda por moeda para a economia como um todo terá a mesma forma que a daquela equação e incluirá taxas de juros, medidas de riqueza e preços como variáveis independentes. A influência das variações na taxa de juros e nos preços sobre o volume de moeda demandada será negativa, enquanto que a relação entre riqueza e demanda por moeda será positiva.

A análise empírica de Friedman leva-o a concluir que uma explicação satisfatória do comportamento da demanda por moeda pode ser obtida através da aplicação da seguinte fórmula à série estatística de dados econômicos agregados:

$$\frac{M_d}{NP} = a \left( \frac{Y_p}{NP} \right)^b$$

onde  $M_d$  e  $P$  são os anteriormente definidos, e:

$N$  = população

$Y_p$  = renda permanente

$a$  e  $b$  = parâmetros de comportamento.

Nesta equação a renda real permanente substitui o conceito de riqueza. As taxas de juros e as variações de preço foram excluídas. Segundo Friedman, como já explicamos, a taxa de juros tem um efeito na direção esperada pelas considerações teóricas, mas seu efeito é muito pequeno para ser estatisticamente significativo. Quanto às variações de preços, segundo ele, ainda não foi possível isolar por técnicas de correlação algum efeito das variações nos preços, embora a análise histórica leve a considerar que esse efeito existe. Esta equação assume, assim, uma forma similar à da "equação das transações" de Irving Fisher.

Em suma, para os keynesianos o principal determinante da renda é o investimento. Para os monetaristas a oferta de moeda é muito mais estreita e

sistematicamente relacionada com a renda nos ciclos economicos do que o investimento. Enquanto os keynesianos afirmavam que variações na oferta de moeda seriam absorvidas pela velocidade de circulação da moeda, os monetaristas afirmam que a velocidade da moeda mostra uma regularidade de comportamento maior do que o multiplicador do investimento de Keynes, apresentando apenas um declínio secular, descrecendo com o aumento da renda.)

Keynes dividia a demanda por moeda em duas partes: a demanda para transações, como função da renda, e a demanda especulativa, como função da taxa de juros. Os monetaristas afirmam que a taxa de juros não tem relação com a demanda por moeda, pois seu poder explicativo é muito pequeno.

Uma novidade introduzida pelos monetaristas é o nível de riqueza como um dos determinantes da demanda por moeda, o que não havia sido tratado com muita ênfase por Keynes. Os antigos quantitativistas admitiam o nível de preços  $P$  como passivo, os novos quantitativistas acreditam que alterações no nível de preços afetam a demanda por moeda. Quando a mudança nos preços é rápida e contínua, a taxa esperada de mudanças nos preços tem um efeito claramente perceptível sobre a demanda por moeda, embora o efeito não possa ser quantificado estatisticamente.

[Para os monetaristas, a forma de ajustamento entre um aumento na oferta de moeda e o aumento na renda começa com as pessoas e as empresas achando-se com a parcela dos seus ativos na forma de moeda maior do que consideram desejável.] Reagem aumentando os seus gastos, comprando mais ativos, tanto ativos financeiros (títulos) como ativos reais (automóveis, por exemplo). Esse aumento nos gastos aumentará o preço dos ativos, tanto financeiros como reais. Estas mudanças nos preços afetam o valor real dos saldos em moeda, e por isso haverá nova reação em direção ao ajustamento do "portfolio" através da função de demanda por moeda.

X → Finalmente, a recomendação dos monetaristas para uma política de pleno-emprego sem inflação é a manutenção de uma taxa de expansão dos meios de pagamento de forma constante, de acordo com o crescimento do produto real e a elasticidade-renda da demanda por moeda.

Os novos monetaristas têm sido bastante criticados pelos keynesianos. Como a nova teoria dá poucas indicações da importância relativa das variáveis incluídas na função de demanda por moeda, a apreciação crítica dessa teoria tem se dirigido para a análise empírica que a sustenta. É na interpretação

da evidência empírica que têm surgido os maiores desacôrdos.

Uma crítica interessante é a do Professor Nicholas Kaldor<sup>(1)</sup>. Kaldor critica a conclusão monetarista de que as variações na oferta de moeda explicam as variações na renda, baseada na alta correlação existente para as duas variáveis nos dados dos Estados Unidos. Afirma que a oferta de moeda tem correlação não só com a renda, mas também com o consumo, o investimento, a riqueza, etc. Pergunta se essa correlação entre a renda e a oferta de moeda não explica a relação causal da renda para a oferta de moeda, em vez da oferta de moeda para a renda, como afirmam os monetaristas. Afirma que ninguém pode sugerir, nem mesmo o Prof. Friedman, que um aumento na circulação do dinheiro em dezembro é a causa da pândega das compras no natal.

A respeito da estabilidade na velocidade da moeda encontrada por Friedman, Kaldor afirma que isso pode ter ocorrido por que, no período histórico considerado, a oferta de moeda foi instável. Em outras palavras, segundo Kaldor, de uma forma ou de outra, um aumento na demanda por moeda deu origem a um aumento na oferta. A oferta de moeda se "acomodou" às necessidades do comércio: aumentando em resposta a uma expansão, e vice-versa. A explicação para uma função estável da moeda, é que a oferta de moeda é endógena e não exógena.

Para a afirmação de Friedman de que a causa da depressão de 30 foi uma redução na oferta de moeda de um terço de 1929 a 1932<sup>(2)</sup>, Kaldor responde que a oferta de moeda caiu a despeito de um aumento de 10% na base monetária. Isso teria ocorrido porque o público não acreditava mais nos Bancos. A taxa entre o papel moeda em poder do público e os depósitos bancários aumentou consideravelmente no período. A oferta de moeda teria caído devido ao comportamento do público e não por ação das Autoridades Monetárias.

A valer a nova teoria monetarista, a oferta de moeda passaria a ser a principal variável na explicação das flutuações na renda, e a teoria keynesiana passaria para segundo plano. Da mesma forma que a "Teoria Geral" de Key-

---

(1) "The New Monetarism" - in WALTERS, A.A. - "Money and Banking - Selected Readings", Penguin Books, Ltd, England, 1973, pp. 261 a 278.

(2) "Rules versus Authority in Monetary Policy", in WILLIAMS, Harold R. e Henry W. WOUNDENBERG - "Money, Banking and Monetary Policy - Readings in Domestic and International Policy", Harper and Row, New York, 1970, pp. 363 a 371.



nes, esta nova teoria também está criando controversias. No entanto, a evidência empírica de diversos países, nos quais os períodos de grande aumento no volume de meios de pagamento foram seguidos por períodos de grande inflação, tem mostrado que a oferta de moeda desempenha um papel importante na explicação das variações dos preços e da renda.

## A COMPOSIÇÃO DOS MEIOS DE PAGAMENTO NO BRASIL

Antes de prosseguirmos, mostrando como o governo efetua o controle monetário no Brasil, convém examinarmos em pormenores o conceito de meios de pagamento. Tradicionalmente o volume de meios de pagamento é definido como sendo a soma do papel moeda em poder do público mais os depósitos à vista nos Bancos Comerciais.

Para definirmos o que é o papel moeda em poder do público, é importante distinguirmos os conceitos de saldo do papel moeda emitido e saldo do papel moeda em circulação. O saldo do papel moeda é o volume de dinheiro (notas e moedas) emitido até o presente pelas Autoridades Monetárias. No Brasil as Autoridades Monetárias estão representadas no Conselho Monetário Nacional, do qual participam o Banco Central e o Banco do Brasil. Este exerce função dupla, sendo, ao mesmo tempo, Autoridade Monetária e Banco Comercial. O papel moeda emitido pode ter uma parte retida no caixa das Autoridades Monetárias, que, dessa forma, não pode ser considerado em circulação. O saldo do papel moeda em circulação seria, portanto, o saldo do papel moeda emitido menos o caixa das Autoridades Monetárias. Os Bancos Comerciais mantêm um encaixe em dinheiro para contrabalançar as eventuais insuficiências nos seus depósitos e retiradas. Subtraindo-se esse encaixe do saldo do papel moeda em circulação, chegamos ao conceito de saldo do papel moeda em poder do público. Este item é também chamado de moeda manual.

A moeda escritural é o volume total dos depósitos à vista do público no sistema bancário. No Brasil, como o Banco do Brasil é também Banco Comercial, os seus depósitos à vista do público também devem ser considerados. Não devem ser computados os depósitos de uns Bancos em outros e os depósitos à vista da União, nem os depósitos que não sejam livremente movimentáveis por cheques, como os depósitos judiciais e os depósitos das Autarquias.

O volume de meios de pagamento seria, então, a soma da moeda manual mais a moeda escritural. Pode-se reduzir tudo a um pequeno quadro que nos parece bastante ilustrativo:

	SALDO DO PAPEL MOEDA EMITIDO
-	CAIXA DAS AUTORIDADES MONETÁRIAS
=	SALDO DO PAPEL MOEDA EM CIRCULAÇÃO
-	CAIXA DOS BANCOS COMERCIAIS
=	SALDO DO PAPEL MOEDA EM PODER DO PÚBLICO
+	DEPÓSITOS À VISTA NOS BANCOS COMERCIAIS
=	VOLUME DOS MEIOS DE PAGAMENTO

Esta é a forma como são definidos os meios de pagamento pelo Banco Central do Brasil, e como tal são utilizados em sua política monetária. No entanto, muitos economistas argumentam que os depósitos a prazo são substitutos próximos da moeda e o seu crescimento tende a reduzir a demanda por moeda, aumentando a velocidade de circulação. A rigor eles não deveriam ser considerados de liquidez imediata, já que os seus titulares não têm direito de exigir do Banco o seu vencimento antes da data fixada. Mas, se esses depósitos forem representados por certificados transferíveis, e se houver um amplo mercado de revenda desses papéis, podemos atribuir-lhes, na prática, uma liquidez equivalente à dos depósitos à vista. O mesmo ocorre com as Letras do Tesouro Nacional utilizadas nas operações de open market.

No "Relatório da Gerência da Dívida Pública do Banco Central - 1972" já se encontra uma preocupação das Autoridades Monetárias em introduzir novos conceitos de meios de pagamento no Brasil, a exemplo do que vem ocorrendo em outros países. O referido relatório sugere três definições de meios de pagamento:

$M_1$  = definição tradicional anteriormente exposta: moeda manual + moeda escritural.

$M_2$  =  $M_1$  + depósitos a prazo no sistema bancário + depósitos à vista e a prazo nas Caixas Econômicas, excluindo-se a parcela de encaixe das Caixas Econômicas (moeda e depósitos em Bancos).

$M_3$  =  $M_2$  + depósitos de poupança em instituições não bancárias (Caixas Econômicas, Sociedades de Crédito Imobiliário e Associações de Poupança e Empréstimo) + depósitos a prazo fixo nos Bancos de Investimento.

Outro estudo, publicado na revista do Instituto de Planejamento Económico e Social (IPEA)<sup>(1)</sup>, aponta que no período 1968/73 os estoques dos principais ativos financeiros atingira, em termos reais, o seguinte crescimento:

Meios de pagamento (definição tradicional)	9%
Depósitos a prazo com correção monetária	25%
Letras de Câmbio	22%
Obrigações Reajustáveis do Tes. Nac. (ORTN)	30%
Fundos Mútuos	41%
Depósitos de Poupança	54%

*tesouro*

Afirma que a política monetária deve considerar o fato de que o processo de desenvolvimento do mercado financeiro resulta numa redução relativa da demanda por moeda à medida que outros ativos passam a cumprir as finalidades da mesma. Por isso, o conceito de moeda como simples meio de pagamento, atualmente empregado pelo Banco Central, deveria ser reformulado. Aponta o perigo de que, à medida que o nível de preços resultar do funcionamento de todo o mercado financeiro e, desde que a moeda tenda a crescer menos do que os demais ativos financeiros, a pressão inflacionária poderá ser superior à pretendida quando controlada usando-se o conceito tradicional de meios de pagamento.

Por outro lado, afirma também que, paralelamente à modernização do mercado financeiro, o governo tem utilizado incentivos fiscais (na forma de abatimentos do imposto de renda) para estimular a demanda de determinados ativos. Essas medidas resultam numa mudança nas taxas líquidas de retorno. Como a

---

(1) Claudio R. Contador - "Desenvolvimento Financeiro, Liquidez e Substituição entre Ativos no Brasil; a Experiência Recente", Revista Pesquisa e Planejamento Económico, IPEA, vol. 4, número 2, junho 1974.

elasticidade de substituição entre certos ativos demonstrou ser elevada<sup>(1)</sup>, o governo tem que prestar atenção a esse fato, pois, por exemplo, uma queda na taxa de retorno de depósitos a prazo, resultante de uma determinada política, pode ser anulada quanto aos seus efeitos sobre o mercado como um todo dada a perfeita substituição por cadernetas de poupança e, em menor grau, por outros ativos financeiros.

Apesar dos diversos estudos já realizados, continua sendo controvertida a questão do que deve e do que não deve ser incluído nas estatísticas dos meios de pagamento. Como até o presente o Banco Central tem utilizado a definição tradicional dos meios de pagamento será a ela que estaremos nos referindo quando mencionarmos meios de pagamento no presente trabalho. Cumpre esclarecer também que os termos meios de pagamento, oferta de moeda e oferta monetária referem-se à mesma coisa.

---

(1) O estudo citado refere-se a uma pesquisa que tenta determinar estatisticamente o grau de substituição entre os diversos ativos financeiros no Brasil. Chega à conclusão de que: a substituição entre Depósitos a Prazo e Cadernetas de Poupança é perfeita; a substituição entre Letras de Câmbio e esses ativos é também substancial; entre Letras Imobiliárias e ORTN existe um razoável grau de substituição, com a elasticidade chegando a 26; as substituições entre ORTN e Depósitos a Prazo, ORTN e Cadernetas de Poupança, Letras Imobiliárias e moeda, e Letras Imobiliárias e Letras de Câmbio, são os que apresentam os menores graus de substituição; e que, os investidores brasileiros comportam-se racionalmente, modificando a carteira de ativos em função de uma simples mudança na expectativa de retorno dos títulos.

## A BASE MONETÁRIA E O ORÇAMENTO MONETÁRIO

A base monetária tem ganho recentemente muito destaque como medida da influência monetária sobre a economia em virtude da relação relativamente estável que guarda com o volume de meios de pagamento.

Nos países em que a Autoridade Monetária é representada unicamente pelo Banco Central, a base monetária se compõe do papel moeda em poder do público mais as reservas dos Bancos Comerciais, estas últimas representadas pelos depósitos no Banco Central e pelo caixa em moeda corrente dos próprios Bancos Comerciais.

No caso brasileiro, em que o Banco do Brasil também é Autoridade Monetária, a base resulta da consolidação dos Balanços do Banco Central e do Banco do Brasil, ficando acrescida dos depósitos à vista do público no Banco do Brasil e do encaixe compulsório em moeda dos Bancos Comerciais nas Autoridades Monetárias, já que o restante do encaixe compulsório é constituído por títulos do Tesouro. Nos países que não têm sistema semelhante ao nosso, a reserva compulsória é constituída por uma reserva mínima que deve ser mantida na conta de depósitos dos Bancos Comerciais no Banco Central. Em nosso país a reserva mínima se constitui num depósito à parte. Por essa razão o encaixe compulsório em moeda faz também parte da base. Nos outros países ele está incluído na conta de depósitos dos Bancos Comerciais no Banco Central.

As Autoridades Monetárias podem atuar sobre o volume de meios de pagamento através do controle da base monetária. O valor da base monetária guarda uma relação com o volume de meios de pagamento, que podemos chamar de multiplicador dos meios de pagamento. Esse multiplicador apresenta valores relativamente constantes no tempo, com pequenas variações. Seus valores podem ser observados, para o caso brasileiro, no quadro II, que apresenta dados trimestrais de 1960 a 1971.

Q U A D R O   I I

PERÍODOS	MULTIPLICADOR DOS MEIOS DE PAGAMENTO	PERÍODOS	MULTIPLICADOR DOS MEIOS DE PAGAMENTO
1960 II	1.97	1966 I	1.62
III	1.92	II	1.63
IV	1.82	III	1.60
1961 I	1.81	IV	1.60
II	1.83	1967 I	1.58
III	1.76	II	1.71
IV	1.70	III	1.73
1962 I	1.81	IV	1.81
II	1.80	1968 I	1.75
III	1.70	II	1.80
IV	1.71	III	1.85
1963 I	1.69	IV	1.80
II	1.69	1969 I	1.86
III	1.62	II	1.89
IV	1.64	III	1.91
1964 I	1.61	IV	1.89
II	1.64	1970 I	1.97
III	1.64	II	2.00
IV	1.62	III	2.01
1965 I	1.64	IV	2.01
II	1.66	1971 I	2.04
III	1.65	II	2.13
IV	1.70	III	2.13
		IV	2.02

FONTE : Affonso Celso Pastore - "Observações sobre a Política Monetária no Programa Brasileiro de Estabilização", pp. 102 e 102a.

Atualmente o multiplicador situa-se em torno de 2,2. Isso significa que variações na base monetária causam variações diretas no volume de meios de pagamento 2,2 vezes maiores do que as variações na base. Cada 1 cruzeiro de aumento na base causa 2,20 cruzeiros de aumento nos meios de pagamento. Se a relação entre a base e os meios de pagamento é relativamente estável no curto prazo, as Autoridades Monetárias podem controlar o volume de meios de pagamento através do controle da base monetária.

Na prática a operação é mais sofisticada e estabelecem-se multiplicadores parciais para cada um dos componentes da base, os quais compõem o multiplicador total dos meios de pagamento. Vejamos o caso brasileiro. Da consolidação das contas dos Balanços do Banco Central e do Banco do Brasil resulta a seguinte forma reduzida:



Q U A D R O   I I IBALANÇO CONSOLIDADO DAS AUTORIDADES MONETÁRIAS

A T I V O	P A S S I V O
<u>APLICAÇÕES</u> 1 - Financiamento do déficit no Tesouro Nacional 2 - Operações Cambiais 3 - Empréstimos do Banco do Brasil ao Setor Privado 4 - Empréstimos a Autarquias 5 - Redescontos 6 - Compra e venda de produtos agrícolas 7 - Repasse de recursos da reserva monetária ao BNDE. 8 - Outras contas (saldo líquido).	<u>RECURSOS MONETÁRIOS</u> 1 - Caixa dos Bancos Comerciais ( $Z_1$ ) 2 - Depósitos dos Bancos Comerciais nas Autoridades Monetárias ( $Z_2$ ) 3 - Compulsório em moeda dos Bancos Comerciais ( $Z_5$ ) 4 - Depósitos à vista do público no Banco do Brasil ( $M_2$ BB). 5 - Papel moeda em poder do público ( $M_1$ ).
<u>Menos:</u>	
<u>RECURSOS NÃO MONETÁRIOS</u> 1 - Recursos da conta café 2 - Recursos próprios das Autoridades Monetárias 3 - Fundo de reserva monetária proveniente de taxas incidentes sobre operações financeiras 4 - Depósitos para fechamento de câmbio 5 - Depósitos a prazo 6 - Contra partida em cruzeiros de recursos externos (AID, BID, etc) Crédito líquido das Autoridades Monetárias =      A	<div data-bbox="801 1009 1380 1859" style="position: relative; height: 375px;"> </div> Base Monetária ou Passivo Monetário =      A

FONTE : Edesio Fernandes Ferreira - "Administração da Dívida Pública e Política Monetária no Brasil", p. 58.

Pelo quadro do Balanço Consolidado das Autoridades Monetárias (Quadro III) podemos verificar que existe uma relação de igualdade entre a base monetária e as aplicações das Autoridades Monetárias menos os recursos não monetários. Qualquer alteração num dos itens do Ativo causará alterações na base monetária, e essa alteração se distribuirá entre os diversos componentes da base. Um aumento nos redescontos aumentará a conta de depósitos dos Bancos Comerciais nas Autoridades Monetárias. Os Bancos passarão a emprestar aumentando os depósitos pelo processo do multiplicador e aumentando todas as outras contas da base.

Acompanhando a evolução das contas do Ativo, as Autoridades Monetárias podem agir sobre as contas da base (através de seus instrumentos de política monetária) compensando o aumento em uma conta com uma diminuição em outra conta. Por exemplo, um aumento nos empréstimos do Banco do Brasil pode ser compensado por uma redução nos redescontos.

Na prática, a atuação das Autoridades Monetárias brasileiras está subordinada às metas estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional, que exprimem a política econômica global do Governo. As metas da política monetária são definidas no Orçamento Monetário e a atuação das Autoridades Monetárias é no sentido de corrigir as distorções e fazer com que as variáveis evoluam de acordo com o comportamento para si previstas no Orçamento.

O Orçamento Monetário é um instrumento de programações monetárias anuais onde são definidas as metas quantitativas do crédito público e privado, compatíveis com o volume "desejado" dos meios de pagamento. É um programa feito "a priori" contendo a evolução "desejada" para o período. Nele são feitas as projeções para os valores dos meios de pagamento que se deseja para os vários meses do ano de acordo com o crescimento previsto da economia e da inflação. Com base nesses dados são calculados os valores de todas as variáveis, através de seus multiplicadores.

Na elaboração do Orçamento Monetário são previstos os valores das contas tanto do Balanço Consolidado das Autoridades Monetárias (Quadro III) como do Balanço Consolidado dos Bancos Comerciais (Quadro IV).

## QUADRO IV

## BALANÇO CONSOLIDADO DOS BANCOS COMERCIAIS

A T I V O	P A S S I V O
1. Encaixe total ( $Z'$ )	1. Total dos depósitos à vista e a a prazo do público (D)
1.1 Voluntário ( $Z_1 + Z_2$ )	1.1 Depósitos à vista ( $M_{2BC}$ )
1.1.1 Em moeda ( $Z_1$ )	1.2 Depósitos a prazo ( $D - M_{2BC}$ )
1.1.2 Em depósito nas Autori- dades Monetárias ( $Z_2$ ).	
1.2 Compulsório ( $Z_3$ )	2. Redescontos (R)
1.2.1 Em títulos ( $Z_4$ )	3. Saldo líquido das demais contas (Q)
1.2.2 Em moeda ( $Z_5$ )	
2. Empréstimos ao Setor Privado (E)	
TOTAL DO ATIVO	TOTAL DO PASSIVO

FONTE : Edesio Fernandes Ferreira - "Programação Monetária a Curto Prazo no Brasil", p. 13.

Estabelecida a meta de crescimento dos meios de pagamento, pode-se calcular o valor de "A" (Quadro III) para cada período do ano (mensal, trimestral, etc) conforme os multiplicadores dos meios de pagamento projetados para aqueles períodos. O valor de "A", portanto, é exógeno, e de acordo com esse valor pode-se calcular o valor das contas do Ativo do Balanço Consolidado das Autoridades Monetárias (Quadro III), para cada um dos períodos mencionados. Por exemplo, prevendo-se uma determinada entrada de empréstimos externos (Operações Cambiais) e um determinado déficit do Tesouro Nacional, pode-se calcular quais os valores das outras contas compatíveis com o valor previsto para "A", de acordo com o crescimento "desejado" dos meios de pagamento. Assim, poder-se-á destinar um volume de recursos Cr\$ X para repasses ao BNDE e um volume de recursos Cr\$ Y para a política de compra e venda de produtos agrícolas. Algumas contas têm seu valor determinado de forma menos rígida, como a "conta café", que depende da safra e das exportações de café previstas.

Determinados os valores de "A" e das demais contas do Ativo (Quadro III), podem ser calculados quais os valores do Passivo (Quadro III) e os valores do Ativo e Passivo do Balanço Consolidado dos Bancos Comerciais (Quadro IV), compatíveis

com o crescimento "desejado" dos meios de pagamento, de acordo com as equações de definição, equações de comportamento e multiplicadores, a seguir<sup>(1)</sup>:

Equações de definição:

1.  $M = M_{2BC} + M_{2BB} + M_1$
2.  $A = M_{2BB} + Z + M_1$  *de a v. do país m B/B*
3.  $Z = Z_1 + Z_2 + Z_5$  *total em moeda dos B/L com*
4.  $Z' = Z_1 + Z_2 + Z_3$  *pr-m em circ*
5.  $Z_5 = Z_3 - Z_4$
6.  $E = D + R + Q - Z'$

Equações de comportamento:

7.  $M_{2BC} = \alpha D$
8.  $M_{2BB} = \beta M_{2BC}$
9.  $M_1 = fD$
10.  $Z_3 = r_2 D$
11.  $Z_4 = \lambda Z_3$
12.  $Z' = rD$
13.  $Z_1 + Z_2 = r_1 D$
14.  $Z_1 = L (Z_1 + Z_2)$
15.  $r = r_1 + r_2$

Multiplicadores:

$$M = \frac{f + \beta \alpha + \alpha}{r + \beta \alpha + f - \lambda r_2} \cdot A$$

(1) Este modelo foi desenvolvido por Edesio Fernandes Ferreira em "Programação monetária a Curto Prazo no Brasil", publicado na Revista Brasileira de Economia, volume 27, nº 2, abril/junho 1973.

$$D = \frac{1}{r + \beta\alpha + f - \lambda r_2} \quad \cdot \quad A$$

$$Z^i = \frac{r}{r + \beta\alpha + f - \lambda r_2} \quad \cdot \quad A$$

$$Z_1 + Z_2 = \frac{r_1}{r + \beta\alpha + f - \lambda r_2} \quad \cdot \quad A$$

$$Z_1 = \frac{Lr_1}{r + \beta\alpha + f - \lambda r_2} \quad \cdot \quad A$$

$$Z_2 = \frac{(1-L) r_1}{r + \beta\alpha + f - \lambda r_2} \quad \cdot \quad A$$

$$Z_3 = \frac{r_2}{r + \beta\alpha + f - \lambda r_2} \quad \cdot \quad A$$

$$Z_4 = \frac{\lambda r_2}{r + \beta\alpha + f - \lambda r_2} \quad \cdot \quad A$$

$$Z_5 = \frac{(1-\lambda) r_2}{r + \beta\alpha + f - \lambda r_2} \quad \cdot \quad A$$

$$M_{2BB} = \frac{\beta\alpha}{r + \beta\alpha + f - \lambda r_2} \quad \cdot \quad A$$

$$M_1 = \frac{f}{r + \beta \alpha + f - \lambda r_2} \cdot A$$

$$M_{2BC} = \frac{\alpha}{r + \beta \alpha + f - \lambda r_2} \cdot A$$

Formulas dos parâmetros :

$$r_1 = \frac{Z_1 + Z_2}{D}$$

$$\beta = \frac{M_{2BB}}{M_{2BC}}$$

$$r_2 = \frac{Z_3}{D}$$

$$f = \frac{M_1}{D}$$

$$r = \frac{Z'}{D}$$

$$\lambda = \frac{Z_4}{Z_3}$$

$$\alpha = \frac{M_{2BC}}{D}$$

$$L = \frac{Z_1}{Z_1 + Z_2}$$

Definição das siglas :

M = total dos meios de pagamento

A = base monetária

M<sub>2BC</sub> = depósitos à vista do público nos Bancos Comerciais

M<sub>1</sub> = papel moeda em poder do público

M<sub>2BB</sub> = depósitos à vista do público no Banco do Brasil

- $Z$  = encaixe total em moeda dos Bancos Comerciais  
 $Z'$  = encaixe total dos Bancos Comerciais  
 $Z_1$  = caixa em moeda dos Bancos Comerciais  
 $Z_2$  = depósitos voluntários dos Bancos Comerciais nas Autoridades Monetárias (Banco do Brasil).  
 $Z_3$  = encaixe compulsório total dos Bancos Comerciais  
 $Z_4$  = encaixe compulsório em títulos dos Bancos Comerciais  
 $Z_5$  = encaixe compulsório em moeda dos Bancos Comerciais  
 $D$  = total dos depósitos à vista e a prazo do público nos Bancos Comerciais  
 $E$  = total dos empréstimos dos Bancos Comerciais ao setor privado  
 $R$  = redescontos das Autoridades Monetárias aos Bancos Comerciais  
 $Q$  = saldo líquido das demais contas dos Bancos Comerciais (por resíduo)  
 $r_1$  = taxa global de reservas voluntárias para os Bancos Comerciais.  
 $r_2$  = taxa global de reservas compulsórias para os Bancos Comerciais.  
 $r$  = taxa global de reservas para os Bancos Comerciais.  
 $\alpha$  = relação depósitos à vista/total dos depósitos do público nos Bancos Comerciais.  
 $\beta$  = relação depósitos à vista do público no Banco do Brasil / depósitos à vista do público nos Bancos Comerciais.  
 $f$  = relação papel moeda em poder do público/total dos depósitos do público nos Bancos Comerciais.  
 $\lambda$  = relação encaixe compulsório em títulos/encaixe compulsório total dos Bancos Comerciais.

$L$  = relação caixa em moeda/total do encaixe voluntário dos Bancos Comerciais.

A sigla "M" representa o total dos meios de pagamento e é a variável objetivo do controle monetário. A sigla "A" representa a base monetária, variável sobre a qual as Autoridades Monetárias tentam exercer o controle. As siglas "M<sub>2</sub>BC" a "Q", conforme relacionadas anteriormente, representam as diversas contas dos Balanços Consolidados das Autoridades Monetárias e dos Bancos Comerciais. Os parâmetros representam o comportamento do público ( $\alpha, \beta, f$ ) ou dos Bancos Comerciais ( $r_1, r, L, r_2, \lambda$ ).

O parâmetro " $\alpha$ " representa o comportamento do público em manter os seus haveres financeiros sob a forma de depósitos nos Bancos Comerciais em depósitos à vista e depósitos a prazo. Pelo Quadro V verifica-se que o seu valor caiu de 0,9564 em dezembro de 1964 para 0,8701 em dezembro de 1973, indicando que a parcela de depósitos à vista tem diminuído em relação ao total dos depósitos nos Bancos Comerciais. Indica que houve um crescimento dos depósitos a prazo no período.

O parâmetro " $\beta$ " representa o comportamento do público quanto à distribuição do total dos seus depósitos à vista entre as Autoridades Monetárias (Banco do Brasil) e os Bancos Comerciais. Representa a magnitude dos depósitos à vista no Banco do Brasil em relação aos depósitos à vista nos Bancos Comerciais. Conforme o quadro V, seu valor variou entre 0,2413 e 0,2743 de dezembro de 1964 a dezembro de 1972, mas aumentou para 0,3080 em julho de 1974<sup>(1)</sup> mostrando que em 1974 o Banco do Brasil aumentou sua participação no mercado, o que deve ter ocorrido em virtude do caso Halles,<sup>(2)</sup> diminuindo a confiança do público nos Bancos Comerciais privados.

---

(1) Boletim do Banco Central do Brasil, volume 10, nº 10, outubro de 1974, pp.48 e 49, colunas 9 e 13.

(2) O Banco Halles sofreu intervenção do Banco Central em meados do primeiro semestre de 1974.



QUADRO V

PARÂMETROS DE COMPORTAMENTO MONETÁRIO

PARÂMETROS	DEZ/64	DEZ/65	DEZ/66	DEZ/67	DEZ/68	DEZ/69	DEZ/70	DEZ/71	DEZ/72	DEZ/73
$f^{(1)}$	0,3714	0,2945	0,3719	0,2999	0,2974	0,3053	0,2934	0,2718	0,2485	0,2507
$\beta^{(1)}$	0,2492	0,2413	0,2631	0,2421	0,2548	0,2698	0,2537	0,2668	0,2348	0,2743
$\alpha^{(1)}$	0,9564	0,9627	0,9571	0,9489	0,9349	0,9525	0,9375	0,8966	0,8702	0,8701
$r_1^{(1)}$	0,1873	0,1712	0,1943	0,1352	0,1504	0,1545	0,1412	0,1531	0,0729	0,0562
$r_2^{(1)}$	0,1373	0,1642	0,1871	0,1927	0,2126	0,2153	0,2047	0,2063	0,1910	0,1764
$r^{(1)}$	0,3246	0,3354	0,3814	0,3280	0,3630	0,3596	0,3331	0,3381	0,2391	0,2327
$\lambda^{(1)}$	0,0421	0,0778	0,1604	0,2104	0,3285	0,4385	0,5995	0,6013	0,5838	0,5499
$L$	0,3990 <sup>(2)</sup>	0,3419 <sup>(2)</sup>	0,3252 <sup>(3)</sup>	0,3830 <sup>(3)</sup>	0,4228 <sup>(3)</sup>	0,3021 <sup>(3)</sup>	0,2826 <sup>(3)</sup>	0,1870 <sup>(3)</sup>	0,3437 <sup>(3)</sup>	0,4413 <sup>(3)</sup>

(1) FONTE : FERREIRA, Edesio Fernandes - "Administração da Dívida Pública e Política Monetária no Brasil", p.70.

(2) FONTE : Boletim do Banco Central, volume 5, nº 7, julho de 1969, p. 10. Calculados com os valores das linhas "a-1" e "c-2" do grupo I.

(3) FONTE : Boletim do Banco Central, volume 10, nº 10, outubro de 1974. Calculados com os valores da linha 16-B do Quadro I.1 (p. 38) e da coluna 4 do Quadro I.4 (p. 48).

O parâmetro "f" representa a demanda do público por moeda manual em relação ao volume total dos depósitos nos Bancos Comerciais. Na verdade, como seria teoricamente mais acertado, deveria ser uma função do volume de transações. No entanto, essa simplificação é necessária para tornar o modelo consistente. Além disso evita os erros em que se incorreria se fosse usado o PIB, em virtude da maior possibilidade de erro na estimativa dessa variável <sup>(1)</sup>. Conforme o Quadro V, o valor deste parâmetro, que era 0,3714 em dezembro de 1964, caiu para 0,2507 em dezembro de 1973, mostrando que o público alterou o seu comportamento no período, reduzindo a parcela dos meios de pagamento sob a forma de moeda manual.

O parâmetro " $r_1$ " representa o comportamento dos Bancos Comerciais em manter sob a forma de reservas voluntárias uma determinada parcela dos seus depósitos. Conforme o Quadro V, seu valor caiu de 0,1873 em dezembro de 1964 para 0,0562 em dezembro de 1973. Este comportamento reflete o desenvolvimento do mercado monetário brasileiro. Antes do desenvolvimento do mercado monetário os Bancos eram obrigados a manter uma parcela maior de seus depósitos na forma de reservas monetárias para fazer face a eventuais deficiências de caixa. Com a introdução das Letras do Tesouro Nacional (LTN) e o desenvolvimento do mercado de troca de reservas interbancárias, os Bancos Comerciais começaram a operar com um volume menor de reservas monetárias, já que havia a possibilidade de cobrir suas deficiências de caixa através do mercado monetário. Este ponto será melhor explicado no decorrer do trabalho.

O parâmetro "r" representa o comportamento dos Bancos Comerciais quanto à manutenção do seu encaixe (voluntário e compulsório) em relação ao seu volume total de depósitos <sup>(2)</sup>. Este parâmetro engloba uma variável de política monetária, que é o encaixe compulsório (em títulos e em moeda), e é de certa forma

---

(1) O PIB é a variável comumente utilizada como medida do volume total de transações. Veja Edesio Fernandes Ferreira - "Programação Monetária a Curto Prazo no Brasil", pág. 19.

(2) Veja Quadro IV, itens Z' e D.

afetado pela política monetária. De qualquer forma, representa o comportamento dos Bancos em manter reservas. Como está influenciado em parte pelas mesmas variáveis do parâmetro " $r_1$ " seu valor também tem diminuído. Pelo Quadro V verifica-se que seu valor caiu de 0,3246 em dezembro de 1964 para 0,2327 em dezembro de 1973.

O parâmetro " $L$ " representa o comportamento dos Bancos Comerciais em manter sob a forma de moeda (caixa) uma determinada parcela do seu encaixe voluntário. Indica a propensão dos Bancos Comerciais em distribuir suas reservas monetárias entre moeda (caixa) e depósitos nas Autoridades Monetárias, já que o valor  $(1-L)$  representa a parcela dos depósitos mantida sob a forma de depósitos voluntários no Banco do Brasil. Conforme o Quadro V, seu valor tem oscilado entre 0,2826 e 0,4413 de dezembro de 1964 a dezembro de 1974. O valor de 0,1870 encontrado para dezembro de 1971 não pode ser comparado com os demais em virtude de acerto contábil ocorrido nesse ano. O volume dos depósitos à vista nos Bancos Comerciais, que normalmente cresce bastante de novembro para dezembro, em 1971 caiu de 1,7%.<sup>(1)</sup>

O parâmetro " $r_2$ " representa a parcela do encaixe compulsório em relação ao total dos depósitos dos Bancos Comerciais. É um parâmetro de comportamento dos Bancos Comerciais, porém afetado pela política monetária. Conforme o quadro V seu valor aumentou de 0,1373 em dezembro de 1964 para 0,2126 e 0,2153 em dezembro de 1968 e 1969, respectivamente, para depois cair para 0,1764 em dezembro de 1973. Este comportamento reflete o aumento das taxas do compulsório havido desde 1965, atingindo seu ponto máximo em 1968/69, e caindo a seguir.<sup>(2)</sup>

O parâmetro " $\lambda$ " representa o comportamento dos Bancos Comerciais em manter sob a forma de títulos uma parcela de seu encaixe compulsório. Este comportamento também é afetado pela política monetária, já que a parcela do compulsório que pode ser aplicada em títulos está sujeita às determinações do Banco Central. Pela Resolução 169 (22-01-1971) os Bancos Comerciais podem aplicar

---

(1) Veja Boletim do Banco Central do Brasil, volume 10, nº 5, maio de 1974, p. 21.

(2) Veja o Quadro XIV no capítulo final deste trabalho (Conclusão).

em títulos federais (Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional - ORTN) 55% do valor do seu recolhimento compulsório, desde que apliquem 70% de seus empréstimos nas áreas consideradas prioritárias pelo Banco Central. O parâmetro " $\lambda$ ", portanto, representa o comportamento dos Bancos Comerciais em aproveitar o disposto na Resolução 169, e aplicar a maior parte de seus recursos em áreas prioritárias. Conforme o Quadro V, o valor deste parâmetro passou de 0,0421 em dezembro de 1974 para 0,5499 em dezembro de 1973. Este fato reflete não só o comportamento dos Bancos Comerciais em aplicar parcela do compulsório em ORTN, mas também o comportamento das Autoridades Monetárias em aumentar a parcela do compulsório passível de ser aplicada em ORTN<sup>(1)</sup>. A permissão de aplicar em ORTN uma parcela do compulsório, que não existia antes de 1964, foi gradativamente aumentada até chegar a 55% em 5/3/1970<sup>(2)</sup>. Esta foi a forma encontrada pelas Autoridades Monetárias brasileiras para fazer com que os Bancos aplicassem uma determinada parcela de seus recursos nas áreas consideradas prioritárias, sem que houvesse necessidade de compulsoriedade.

✕ Para a elaboração do Orçamento Monetário, os valores futuros dos parâmetros podem ser projetados com base na análise dos valores dos parâmetros verificados no passado, através dos métodos estatísticos de análise de regressão. Com os valores dos parâmetros podem ser calculados os multiplicadores parciais e o multiplicador total dos meios de pagamento, para as diversas componentes monetárias, todos em relação à base monetária "A". Uma vez estabelecidos os valores mensais (ou qualquer outro período) "desejados" para os meios de pagamento, podem ser calculados os valores de todas as contas dos Balanços Consolidados das Autoridades Monetárias e dos Bancos Comerciais, com a aplicação dos multiplicadores, equações de comportamento e equações de definição.

Uma vez aprovado pelo Conselho Monetário Nacional, esse Orçamento passa a ser normativo para as Autoridades Monetárias, e o comportamento das

---

(1) Veja Quadro XV no capítulo final deste trabalho (Conclusão)

(2) Ídem, Quadro XV.

diversas variáveis é acompanhado ao longo do tempo. Na prática, as variáveis não seguem exatamente os valores previstos, o que pode ocorrer em virtude de erros nas estimativas do Balanço de Pagamentos, do Orçamento do Tesouro, do comportamento do público, ou até mesmo em virtude das condições do tempo, como, ~~o caso de uma geada, que afeta a conta café~~<sup>(1)</sup>. No entanto, as variações em algumas variáveis podem ser compensadas por variações em outras variáveis, não afetando a base monetária. Variações para mais em uma variável podem ser compensadas por variações para menos em outra, e vice-versa. Sómente quando as variações começam a fazer com que a base monetária se distancie dos valores previstos é que as Autoridades Monetárias atuam com os seus instrumentos de política monetária. X

Assim, voltando-se ao Quadro III, as Autoridades Monetárias podem alterar o valor da base monetária "A" alterando o valor da conta "1" do Ativo (Financiamento do deficit do Tesouro Nacional), através das operações de open-market; ou de outras contas através dos demais instrumentos de política monetária.

---

(1) Veja o capítulo "Outros Instrumentos e Mecanismos que Afetam o Volume de Meios de Pagamentos".

## OS INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETÁRIA<sup>(1)</sup>

Os instrumentos tradicionais de política monetária são: o redesconto, as reservas obrigatórias e as operações de open-market. No Brasil esses instrumentos assumem alguns aspectos diferentes dos demais países. As reservas obrigatórias são desmembradas da conta de livre-movimentação que os Bancos Comerciais mantêm nas Autoridades Monetárias e recebem o nome de "depósito compulsório". O redesconto, para atender às funções de direcionador de crédito e supridor de liquidez ao sistema bancário, apresenta-se hoje separado em "operações de liquidez" e "operações de refinanciamento" e, para fins do nosso estudo resolvemos separá-lo em dois instrumentos distintos: o redesconto de liquidez e o redesconto seletivo.

Além destes instrumentos, que agem diretamente sobre as reservas dos Bancos e sobre a sua capacidade de gerar empréstimos e depósitos, há outros instrumentos e mecanismos não convencionais que podem ser utilizados no controle dos meios de pagamento sem atuar diretamente sobre as reservas bancárias e que serão tratados sob o título "Outros Instrumentos e Mecanismos que Afetam o Volume de Meios de Pagamento".

### Redesconto de Liquidez

O redesconto de liquidez é a oportunidade concedida aos Bancos Comerciais de recorrerem à assistência financeira das Autoridades Monetárias para cobertura de sua insuficiência momentânea de reservas, o que pode ocorrer por

---

(1) Este capítulo é um desenvolvimento do material encontrado nas revistas Conjuntura Econômica, nos relatórios anuais do Banco Central do Brasil, em alguns livros texto norte-americanos de Moeda e Bancos e Macroeconomia. Apresenta também grande parcela de contribuição pessoal.

1) descobertos na compensação de cheques, 2) saques vultosos para reforço de caixa, 3) repasses de arrecadações e 4) outros motivos. O nome atualmente é impróprio, por que já não se trata mais de redesconto e sim de empréstimo puro e simples. Até 1971 os recursos eram obtidos mediante o redesconto junto ao Banco do Brasil de títulos já descontados pelo Banco em suas operações normais. Mas, esse processo não atendia à rapidez com que o Banco necessitava dos recursos, pois, muitas vezes desprovido de títulos redescontáveis em sua matriz, o Banco era obrigado a fazer uma coleta em suas agências o que poderia demandar às vezes dois ou mais dias.

A partir de 22 de janeiro de 1971, pela Resolução 168 e Circular 152 do Banco Central, alterou-se a sistemática para um processo mais rápido. Trata-se de um empréstimo puro e simples através de uma nota promissória com a garantia da parcela de títulos federais do depósito compulsório do Banco. É feito um contrato de abertura de crédito com base no qual o Banco pode emitir uma nota promissória a favor do Banco Central e obter imediatamente os recursos em sua conta de livre movimentação no Banco do Brasil. O prazo de vencimento da nota promissória não pode exceder de 15 dias, mas o empréstimo, naturalmente, é renovável. Como já mencionamos, o nome redesconto é impróprio, mas continuaremos aqui a utilizá-lo por que é o nome pelo qual continua sendo geralmente tratado.

Há duas faixas de redesconto de liquidez: a normal e a extra-limite. A faixa normal obedece ao limite de 5% dos depósitos totais do Banco no último dia do ano anterior e sofre um desconto, atualmente, na base de 18% ao ano (12% de juros legais mais 6% de comissão). A faixa extra-limite ou especial obedece ao dobro do limite da faixa normal) e sofre um desconto, atualmente, na base de 24% ao ano. Se o redesconto for utilizado por mais de 20 dias (mesmo não sendo 20 dias corridos) num período de 30 dias corridos, em qualquer das faixas, é cobrada uma sobretaxa de 2% ao ano sobre o saldo médio do redesconto nesse período. É uma sobretaxa retroativa que encarece o redesconto de todo o período para 20% na faixa normal e 26% na extra-limite.

Ao aumentar as reservas do Banco (Conta Depósitos Voluntários dos Bancos Comerciais nas Autoridades Monetárias) o redesconto aumenta a base monetária e conseqüentemente os meios de pagamento pelo processo do multiplicador. O redesconto torna-se um instrumento de política monetária na medida em que são alteradas as taxas e o limite das faixas, para o que o Banco Central tem poder.

Ao aumentar as taxas o Banco Central cria um desestímulo à utilização desse recurso. Os Bancos tenderão a liquidar os empréstimos anteriores e a não abrir novos. Dessa forma o Banco Central consegue uma redução na base monetária, mas que demanda algum tempo para se efetuar. O mesmo ocorre com o limite máximo. Ao reduzir o limite, os Bancos tenderão a reduzir as suas solicitações de recursos para não exceder o novo limite e pagar taxas mais altas. O contrário ocorrerá quando o Banco Central reduzir as taxas ou aumentar o limite.

Este instrumento não é utilizado em grande escala pelas Autoridades Monetárias na sua política por que não apresenta flexibilidade. As alterações nas taxas e nos limites têm que ser espaçadas no tempo sob pena de causarem transtornos ao sistema bancário. Normalmente decorre algum tempo para que os Bancos possam ajustar suas atividades aos novos níveis de suas reservas. Muitos empréstimos contratados têm que ser realizados e o Banco muitas vezes incorre em pagamentos vultosos (repasse ao Banco do Brasil de arrecadações devidas ao INPS, por exemplo) que não podem ser adiados por falta de recursos. Por outro lado o efeito sobre a base monetária ocorrerá muitos dias depois, até meses, o que foge às necessidades das Autoridades Monetárias.

Além disso o redesconto é um instrumento passivo. Sendo supridor de liquidez, só é utilizado pelos Bancos como último recurso. A iniciativa de sua utilização é dos Bancos Comerciais e não do Banco Central. Por isso afirma-se (que o redesconto não apresenta efeito para tirar a economia de uma depressão. Não adianta reduzir as taxas a quase zero, que os Bancos não se utilizarão do redesconto se tiverem excesso de reservas. Numa depressão, com a redução da atividade econômica, os empresários não farão empréstimos para não incorrerem em riscos e o dinheiro tenderá a estacionar nas reservas dos Bancos.

O redesconto apresenta, porém, uma vantagem, que é a de não agir sobre o sistema como um todo, ao contrário das reservas compulsórias como veremos mais adiante. Só tenderão a usar o redesconto os Bancos que estiverem com insuficiência de liquidez e qualquer alteração na política não atinge todos os Bancos de uma vez.

Cumprе salientar ainda que nas economias mais desenvolvidas o redesconto serve como indicador, ao setor privado, da política que será adotada pelo Banco Central nos meses seguintes. Ao ser elevada a taxa de redesconto ou



reduzido o seu limite, os Bancos e os empresários saberão que durante os próximos meses, talvez um ano ou mais, a política será de dinheiro "difícil" e tanto os Bancos quanto os empresários irão adaptando as suas atividades programadas a esse tipo de política, o que representa uma ampliação subjetiva da política de redescontos aumentando o efeito previsto, embora não se possa medi-lo.

No Brasil o redesconto é utilizado mais como um regulador da liquidez do sistema bancário do que como instrumento para alterar o volume de meios de pagamento, pois as taxas têm permanecido inalteradas por longos períodos. Para a faixa normal a taxa foi reduzida de 22% para 20% em 15 de junho de 1969 e só foi alterada novamente 3 anos e meio depois, em 16 de janeiro de 1973 quando passou de 20% para 18%. As reduções da taxa têm visado mais a redução do custo operacional dos Bancos do que os meios de pagamento. De certa forma a taxa do redesconto influi sobre a taxa de empréstimos dos Bancos Comerciais. Em épocas de crise de liquidez, em que os Bancos estão permanentemente recorrendo ao redesconto de liquidez, a redução da taxa representa um estímulo a que os Bancos reduzam as taxas de juros reais (incluindo comissões, etc) se o objetivo do Banco Central for diminuir a inflação pelo lado do custo.

Outra influência exercida pelo redesconto de liquidez, é sobre as taxas do mercado monetário<sup>(1)</sup>, que se faz da seguinte maneira:

- 
- (1) Costuma-se subdividir o mercado financeiro em mercado monetário e mercado de capitais. No mercado monetário são transacionados os títulos denominados quase-moeda, isto é, títulos que devido à existência mesma desse mercado e detentores de características operacionais simplificadas e prazo curto de vencimento, podem ser transformados em moeda a qualquer momento, nesse mercado, ao preço do dia. No Brasil, os títulos característicos do mercado monetário são as Letras do Tesouro Nacional (LTN). Denomina-se mercado de capitais àquele em que as transferências de fundos se fazem por médio e longo prazos, e que, por isso, não apresenta a mesma liquidez do mercado monetário.

- 1) Quando a taxa do redesconto de liquidez é mais baixa do que a taxa de juros no mercado monetário, os Bancos Comerciais, ao se defrontarem com deficiência de reservas, tenderão a recorrer mais ao redesconto do que ao recurso de venderem parte de sua carteira de títulos federais ou comprarem cheque BB<sup>(1)</sup>. Dessa forma a oferta de títulos de curto prazo tenderá a ser menor do que a procura. O seu preço subirá e sua taxa (rendimento) tenderá a cair, até o nível da taxa do redesconto de liquidez. Com o cheque BB ocorrerá o contrário. Haverá oferta de reservas maior do que a procura e sua taxa (custo) tenderá a cair a níveis inclusive abaixo da taxa do redesconto.
  
- 2) Quando a taxa do redesconto de liquidez é mais alta, os Bancos procurarão vender parte de sua carteira de títulos de curto prazo ou comprar cheque BB. A oferta de títulos será maior do que a procura, seu preço cairá e a taxa (rendimento) subirá até o nível da taxa do redesconto de liquidez. Como no caso anterior, ocorrerá o contrário com a taxa do cheque BB. Haverá procura de reservas maior do que a oferta e sua taxa (custo) tenderá a subir até o nível da taxa de redesconto. Se for um período de aperto de liquidez, o custo do cheque BB subirá a níveis superiores à taxa do redesconto. Alguns Bancos que já estiverem no limite final da faixa especial não poderão mais recorrer ao redesconto de liquidez e procurarão comprar cheque BB a qualquer preço, elevando a taxa do mercado.

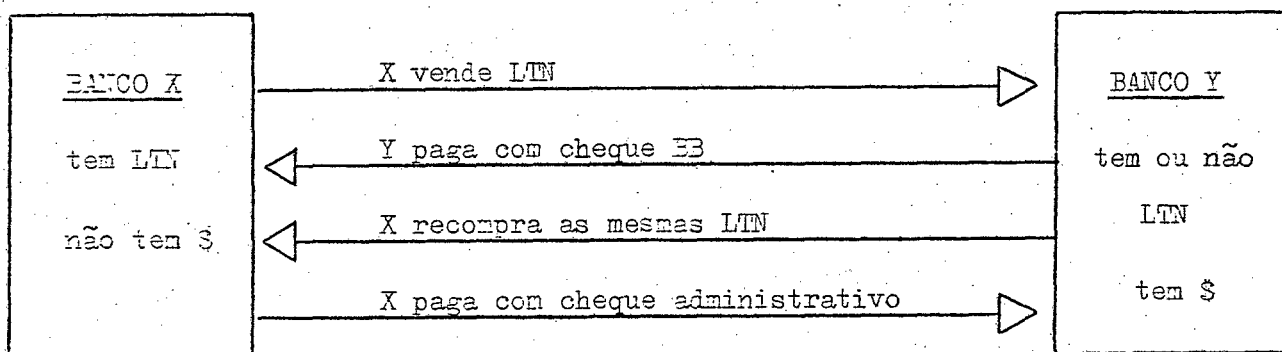
---

(1) Costuma-se chamar de "comprar ou vender cheque BB" a troca de reservas entre os Bancos. A "taxa" do cheque BB representa o custo da operação para o tomador das reservas e a renda para o fornecedor das reservas. O conceito de cheque BB, e as demais formas de trocas de reservas interbancárias serão melhor explicadas a seguir.

Pela legislação brasileira os Bancos Comerciais não podem fazer empréstimos entre si mas, com o desenvolvimento do mercado monetário, permitiu-se aos Bancos Comerciais trocarem reservas com base na carteira de títulos federais (LTN) do Banco necessitado de recursos (o que equivale a um empréstimo de um Banco para outro). Varias são as formas que na prática podem ser utilizadas para que o Banco obtenha reservas, para o mesmo dia, para o dia seguinte ou para os dias posteriores, que explicaremos a seguir.

- 1) Cheque EB: O "Cheque BB" é o nome pelo qual é mais conhecido o cheque emitido contra a conta Depósitos Voluntários no Banco do Brasil. Como todos os Bancos Comerciais possuem uma conta de livre-movimentação nas Autoridades Monetárias (Banco do Brasil), um cheque emitido por um Banco contra essa conta a favor de outro Banco representa, para este último, o mesmo que moeda, pois ao ser depositado o cheque no Banco do Brasil o que ocorre é uma simples transferência de conta, não havendo necessidade de se esperar o dia seguinte para que o cheque seja compensado. Já os cheques administrativos, que são cheques emitidos contra o próprio caixa do Banco emitente, são creditados na conta BP do Banco favorecido na manhã do dia seguinte, após a compensação.

Pela troca de um cheque EB contra um cheque administrativo, um Banco pode conseguir reservas no mesmo dia e cobrir sua conta no Banco do Brasil sem recorrer ao redesconto. Se no dia seguinte sua conta voltar a ficar negativa poderá repetir a operação. Na prática, a operação envolve uma venda e compra simultânea de LTN. A transação pode ser explicada através de um esquema.

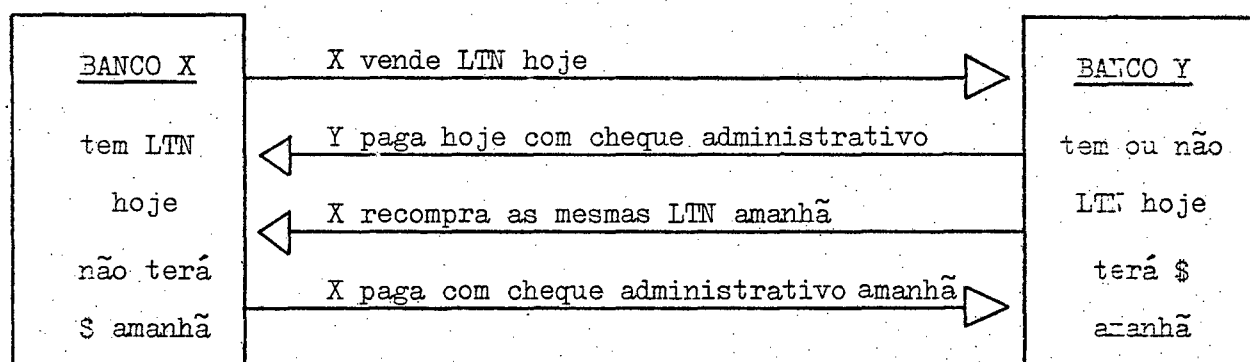


A recompra das LTN é feita simultaneamente com a venda, e a operação transfere o problema de liquidez do Banco para o dia seguinte quando sua posição de reservas poderá ser mais favorável.

As mesmas LTN não poderão mais ser utilizadas para compra de cheque BB no mesmo dia, o que limita o montante de reservas que o Banco pode adquirir ao volume de sua carteira de LTN.

## 2) Financiamento por um dia (overnight):

O "overnight" é uma operação que permite ao Banco comprar hoje reservas para amanhã, segundo as perspectivas de sua liquidez para o dia seguinte.



Esta operação é feita hoje mas equivale a comprar cheque BB amanhã, por que o cheque administrativo de Y será creditado na conta de X amanhã, e o cheque administrativo de X emitido amanhã será creditado na conta de Y depois de amanhã.

Da mesma forma que na compra de cheque BB, esta operação exige que o Banco X tenha LTN em carteira, mas apresenta a vantagem de o Banco deficitário obter amanhã, em reservas, no caso extremo, o dobro do valor de sua carteira de LTN. Ao fazer o "overnight", o Banco terá creditado em sua conta BB no dia seguinte o valor das LTN (cheque administrativo) e terá ao mesmo tempo as mesmas LTN de volta para sua carteira livres para uma operação de compra de cheque BB. Com Cr\$ 1.000,00 de LTN o Banco poderá obter no dia seguinte Cr\$ 2.000,00 de reservas.

### 3) Financiamento por mais de um dia:

É uma operação idêntica à anterior mas por dois, tres, ou mais dias.

Este sistema, advindo com o desenvolvimento do mercado monetário, trouxe uma melhor alocação das reservas livres dos Bancos Comerciais vistos como um todo e fez com que os Bancos deficitários quanto a reservas recorressem menos ao redesconto em relação ao período em que não era permitida a transferência de reservas. Note-se que a transferência de reservas pura e simples continua não sendo permitida. O que ocorre hoje é apenas uma transação de títulos cujo pagamento envolve tipos de cheque diferentes.

#### Redesconto Seletivo

O redesconto seletivo, diferentemente do redesconto de liquidez, não mantém relação com a liquidez do sistema bancário. Foi criado no Brasil<sup>(1)</sup> com o intuito de atender, sob condições especiais, determinados produtos ou setores da economia, segundo criterios de prioridade estabelecidos pela política econômica do Governo. É um instrumento que possibilita canalizar-se o crédito para áreas da economia que necessitem de recursos a custo mais baixo ou que apresentem demanda de crédito sazonal ou, ainda, assistir atividades que sofram, eventualmente, o impacto de problemas de natureza conjuntural. As condições de prazo de resgate e taxa de juros variam, ajustando-se às peculiaridades de cada uma das atividades objeto dessa política.

Neste caso, o termo redesconto é apropriado, por que se trata realmente de redesconto de títulos já descontados pelos Bancos Comerciais, mas tem ad

---

(1) Estabeleceu-se este redesconto especial ao amparo da Lei 3.253 de 27-8-1957 e da Portaria Interministerial nº 17 de 3-2-1965 regulamentando-se o pelas Instruções nº 288 de 14-1-1965 e nº 293 de 29-3-1965 da antiga Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), hoje Banco Central.

quirido caracter de refinanciamento, por que, na realidade, os Bancos Comerciais apenas repassam recursos das Autoridades Monetárias, nada tendo a ver com o nível de liquidez do Banco.

Embora este instrumento tenha mais um caracter de direcionador de crédito, pode ser considerado um instrumento de política monetária por que age sobre as reservas dos Bancos e sobre o volume dos meios de pagamento. Por esse motivo são estabelecidos, no Orçamento Monetário, tetos máximos para as suas operações de modo a que a expansão dos meios de pagamento não ultrapasse os níveis desejados.

Os refinanciamentos têm se destinado especificamente ao setor agrícola e aos produtos manufaturados de exportação, podendo-se dividi-los em 4 categorias:

- 1) o refinanciamento da comercialização das safras agrícolas, proporcionando os recursos necessários ao escoamento das safras.
- 2) o refinanciamento de produtos agrícolas específicos, como: café, cacau, mamona, fumo e sisal.
- 3) o refinanciamento dos produtos manufaturados destinados à exportação.
- 4) o refinanciamento do custeio da produção agrícola, que havia sido abandonado nos orçamentos de 1972 e 1973, em razão do reduzido volume de operações, mas que voltou a receber dotação no orçamento de 1974.

Os redescontos seletivos têm crescido bastante nos últimos anos, o que demonstra o sucesso dessa política no auxílio ao desenvolvimento, através do fornecimento de capital a custo baixo. As taxas de juros para o tomador do dinheiro têm permanecido em níveis abaixo da taxa de inflação. No caso dos produtos agrícolas a taxa de redesconto tem sido de 8% ao ano, desde que a taxa de desconto para o tomador do dinheiro não ultrapasse 12% ao ano. Para os produtos manufaturados exportáveis tem sido de 4% e 8%, respectivamente.

Este instrumento tem sido muito importante para a política econômica brasileira de comercio exterior, especialmente no que tange ao aumento das

exportações de manufaturados. Devido à sua importância, os resultados obtidos com esta política serão amplamente discutidos no capítulo final, destinado a comentar a eficácia da política monetária brasileira dos últimos anos.

### Depósito Compulsório

Outro instrumento que pode ser utilizado pelo Banco Central na política monetária é a exigência da manutenção de uma reserva mínima em relação ao volume dos depósitos bancários. Quanto maior o encaixe menor a capacidade dos Bancos em fornecer empréstimos e menor a geração de meios de pagamento pelo sistema bancário. O processo inverso ocorre quanto menor for o encaixe.

Em alguns países esse encaixe deve ser mantido na conta de livre-movimentação que os Bancos Comerciais mantêm no Banco Central na forma de saldo mínimo, isto é, devem manter em sua conta sempre um saldo mínimo proporcional ao volume de depósitos, na proporção estabelecida pelo Banco Central.

No Brasil, esse encaixe assume a forma de um depósito compulsório dos Bancos Comerciais no Banco do Brasil, desligado da conta de livre-movimentação. Seu saldo tem que ser acertado nos dias 8 e 23 de cada mês. No dia 8 é acertado o saldo em relação aos depósitos da primeira quinzena do mês anterior e no dia 23 em relação ao volume dos depósitos da segunda quinzena daquele mesmo mês. A taxa de recolhimento em relação aos depósitos à vista é, atualmente, de 27%, na região mais desenvolvida do país. Se os depósitos do Banco aumentaram ele terá que recolher a parcela que falta para completar 27% dos depósitos à vista; se os depósitos diminuíram receberá o excedente, comumente chamado de "liberação do compulsório".

O Banco Central pode atuar sobre o volume de meios de pagamento através de alterações na taxa do compulsório. Um aumento na taxa acarretará uma redução das reservas livres dos Bancos e, conseqüentemente, uma redução na base monetária com efeito direto sobre os meios de pagamento através do multiplicador. Uma redução na taxa trará o efeito contrário.

Diferentemente do redesconto não é um instrumento passivo, pois a iniciativa de sua utilização parte do próprio Banco Central. Por isso é um instrumento eficiente para agir sobre os meios de pagamento, mas, da mesma forma que o redesconto, não apresenta flexibilidade. Do ponto de vista da flexibilidade o depósito compulsório tem que ser analisado sob dois aspectos: quanto à política monetária restritiva e quanto à política monetária expansionista.

No caso de uma política monetária restritiva o seu efeito não será instantâneo, pois, sendo os recolhimentos defasados de quase um mês, o efeito se fará sentir mais tarde e não no momento da mudança de política. As alterações na taxa de recolhimento não podem ser muito grandes e deve haver um certo espaço de tempo entre uma alteração e outra porque, como o compulsório altera profundamente as reservas dos Bancos, é preciso que decorra algum tempo para o sistema bancário se adaptar à nova taxa. Por esse motivo não é um instrumento flexível que possa ter suas condições alteradas para corrigir o excesso de liquidez no curto prazo. Por outro lado o efeito de um aumento na taxa do compulsório pode ser anulado por um aumento da procura dos Bancos pelo redesconto. O Banco que estiver em má situação de liquidez reagirá a um aumento na taxa do compulsório com uma entrada no redesconto o que fará voltar ao sistema os meios de pagamento esterilizados pelo compulsório. É, portanto, um instrumento para ação a longo prazo quando se trata de uma política monetária restritiva.

Para uma política monetária expansionista o depósito compulsório já apresenta maior flexibilidade. Como se trata de entregar dinheiro aos Bancos e não de retirar, já é possível fazer instantaneamente uma liberação de parte do depósito compulsório em moeda, como é o caso da recente Resolução 303 (11-10-74), em que os recursos foram postos imediatamente à disposição dos Bancos mediante créditos nas respectivas contas de depósitos voluntários no Banco do Brasil. Neste caso, uma liberação de parte do compulsório pode resolver a curto prazo problemas de insuficiência de liquidez na economia.

Outra desvantagem do compulsório é o fato de atingir todos os Bancos ao mesmo tempo, tanto os que estão em boa situação de liquidez quanto os que passam por um período de má liquidez. O compulsório também apresenta o efeito de alterar as condições de rentabilidade operacional dos Bancos na medida em que reduz ou aumenta os recursos disponíveis para empréstimos. Por este motivo recomenda-se cautela na manipulação desse instrumento quando o objetivo é redu



zir o volume de meios de pagamento. No Brasil, a taxa relativa aos depósitos à vista, para a zona mais desenvolvida, não é alterada desde 5-8-1969.

Como a razão primeira desse encaixe compulsório é a manutenção de reservas para que o Banco tenha recursos instantâneos para fazer face a quaisquer imprevistos, a taxa sobre os depósitos a prazo é inferior, já que não são depósitos que possam ser sacados a qualquer momento. Muitos países adotam o compulsório sobre os depósitos a prazo mas, no Brasil, embora vigcrasse na base de 9% a partir de 5-8-1969, o Banco Central em 16-1-1973 (Resolução 243) eliminou a incidência de recolhimento compulsório sobre os depósitos a prazo superior a 90 dias, visando dar estímulos aos Bancos no sentido de ampliarem o seu passivo com recursos mais estáveis.

A vantagem que o compulsório apresenta, para os países menos desenvolvidos, é a possibilidade de com ele direcionar o crédito ou levar agências bancárias a regiões que ainda não disponham de serviços bancários, ou, ainda, utilizar os seus recursos como uma forma de financiamento dos deficits do Tesouro, como é o caso brasileiro.

Assim, para os depósitos à vista em agências bancárias localizadas em regiões menos desenvolvidas, a taxa do depósito compulsório é de 18%, aumentando o volume de recursos disponíveis para empréstimos nessas regiões e incentivando os Bancos a abrirem agências em áreas menos desenvolvidas do país. Da mesma forma, as agências pioneiras, isto é, agências abertas em praças onde antes não havia agências bancárias, estão isentas do recolhimento compulsório sobre seus depósitos, durante 5 anos, desde que 70% dos recursos provenientes desses depósitos sejam aplicados na área de jurisdição da agência (Resolução 141 de 23-3-1970 e Resolução 266 de 15-10-73). O instrumento do depósito compulsório, desde que corretamente manipulado, pode levar o desenvolvimento a áreas menos assistidas por serviços bancários.

Cumprе salientar também a utilização do compulsório, no Brasil, para canalizar recursos às pequenas e médias empresas e às empresas comerciais exportadoras nacionais. Pela Resolução 295 (23-7-1974) os Bancos podem deixar de recolher ao Banco Central 4% dos depósitos à vista como compulsório, desde que os recursos sejam aplicados no financiamento ao capital de giro de pequenas e médias empresas industriais e comerciais com contratos não inferiores a doze meses e a juros máximos de 1,3% ao mês. Pela Resolução 250 (15-3-1973)

ficam os Bancos autorizados a reduzir de 1,0% os percentuais do recolhimento compulsório devido, desde que os recursos sejam aplicados na subscrição de debêntures conversíveis em ações ou de ações novas de pequenas e médias empresas, exclusive instituições financeiras, até o limite máximo de 49% do capital das firmas de que venham a participar. A Resolução 251 (15-3-1973), por sua vez, autorizou os Bancos a reduzirem de 2,0% os percentuais do recolhimento compulsório devido, desde que os recursos sejam aplicados no financiamento da encomenda ou aquisição de produtos manufaturados destinados à exportação por parte de empresas comerciais exportadoras nacionais, mediante contratos de crédito rotativo de prazo não inferior a 12 meses e a juros máximos de 1,3% ao mês.

Esta composição do compulsório tem sido largamente utilizada pelos Bancos em virtude da possibilidade de transformar em recursos rentáveis recursos que de outra forma seriam improdutivos.

Outra possibilidade oferecida aos Bancos na composição de seu depósito compulsório é a de o comporem com 55% em Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional, que rendem juros e correção monetária, e, 45% em dinheiro. Como o compulsório em dinheiro não recebe qualquer remuneração, esta composição tem sido também grandemente utilizada.

Resumindo-se o exposto, os Bancos podem compor seu depósito compulsório de 27% sobre os depósitos à vista, na zona mais desenvolvida, da seguinte forma:

14,3%	.....	em ORTN	55% do depósito compulsório
4,0%	.....	Resolução 295	45% do depósito compulsório
1,0%	.....	Resolução 250	
2,0%	.....	Resolução 251	
<u>5,7%</u>	.....	em moeda	
27,0%	.....	TOTAL	

Em meados de 1974, devido aos problemas com o Balanço de Pagamentos, o Brasil experimentou uma redução em suas reservas internacionais, o que provocou um crescimento nos meios de pagamento inferior ao previsto no orçamento monetário. O esgotamento da possibilidade de injeção de recursos através do open

market, como veremos no capítulo final, fez com que as Autoridades Monetárias fossem obrigadas a recorrer a uma liberação temporária de parte do compulsório. Assim, em outubro foi baixada a Resolução 303 (11-10-74), que liberava, em espécie, importância equivalente a 2% dos depósitos sujeitos a recolhimento compulsório. Os recursos foram imediatamente creditados na conta de depósitos voluntários dos Bancos Comerciais no Banco do Brasil.

Com esta Resolução, pela primeira vez depois de muito tempo, o compulsório foi utilizado como instrumento de política monetária no sentido de aumentar os meios de pagamento. Trata-se de medida provisória (embora possa adquirir mais tarde carácter permanente) por que a taxa de recolhimento compulsório não deixou de ser 27%, apenas foi liberada uma parte da parcela do compulsório em dinheiro. Esta medida altera o quadro de composição do compulsório apresentado anteriormente, que passa agora a ser:

14,3%	.....	em ORTN	_____	55% do depósito compulsório
4,0%	.....	Resolução 295	}	45% do depósito compulsório
1,0%	.....	Resolução 250		
2,0%	.....	Resolução 251		
2,0%	.....	Resolução 303		
<u>3,7%</u>	.....	em moeda	_____	
27,0%	.....	TOTAL		

Note-se que, tanto neste caso (3,7%) como no anterior (5,7%), apenas uma pequena parcela dos depósitos à vista fica sob a forma não remunerada, contribuindo a política de depósitos compulsórios para a redução do custo operacional dos Bancos, por um lado, e, por outro, favorecendo o desenvolvimento econômico, seja por favorecer determinados setores com juros baixos, seja por levar serviços bancários a áreas antes não assistidas por esse tipo de serviço. No Brasil, o depósito compulsório, e também os descontos, têm sido utilizados ultimamente mais com o objetivo de favorecer diretamente o desenvolvimento econômico do que controlar o volume dos meios de pagamento. A adoção dessa política só foi possível após a implantação das operações de open market.

### As Operações de Open-Market

As operações de open-market são as operações de compra e venda de títulos da dívida pública federal efetuadas pelo Banco Central junto aos Bancos Comerciais com o objetivo de alterar o volume de meios de pagamento ou as taxas de juros no mercado financeiro.

Ao comprar títulos dos Bancos Comerciais e pagar com créditos nas contas de livre-movimentação que os Bancos possuem nas Autoridades Monetárias, o Banco Central estará aumentando as reservas livres dos Bancos e, consequentemente, aumentando a base monetária e os meios de pagamento. Ao vender títulos aos Bancos, estará diminuindo as reservas livres desses Bancos, o fluxo de crédito e os meios de pagamento.

O open-market atua também sobre o nível e a estrutura das taxas de juros. Quando o Banco Central compra ou vende títulos há um impacto direto sobre o preço desses títulos e, portanto, sobre a sua renda (taxa de juros), e, um impacto indireto sobre os outros tipos de ativos financeiros. Por outro lado, se o Banco Central operar apenas trocando vencimentos curtos por longos, ou vice-versa, sem absorver ou liberar recursos dos Bancos Comerciais, estará alterando a estrutura das taxas de juros.

O efeito dessas alterações na taxa de juros sobre a economia se faz pelo efeito que apresenta sobre o nível dos gastos em investimentos. Com uma taxa de juros alta no mercado financeiro, os investidores tenderão a aplicar seus recursos em ativos financeiros. Se a taxa de juros for baixa haverá tendência para investir no aumento da produção, isto é, se a rentabilidade dos investimentos na produção de bens for maior do que a rentabilidade oferecida pelos ativos financeiros, os capitalistas investirão no aumento da produção ativando a economia.

O open-market é um instrumento de ação imediata, pois a injeção ou retirada de recursos é instantânea; não é um instrumento passivo, pois a iniciativa de ação parte do Banco Central e, é um instrumento flexível, pois a política pode ser revertida até no mesmo dia. É também um instrumento supridor de liquidez ao sistema bancário, pois o Banco Central ao perceber que a liquidez

está ficando "apertada" pode entrar no mercado comprando títulos, com a vantagem de poder fazê-lo junto aos Bancos que estiverem em pior situação de liquidez. Para os Bancos representa uma alternativa ao uso do redesconto, pois ao invés de se utilizar desse recurso, poderá vender parte de sua carteira no mercado monetário e assim obter o suprimento de caixa necessário sem recorrer a endividamento.

Este tipo de instrumento exige a existência de um mercado financeiro desenvolvido. Por esse motivo muitos países subdesenvolvidos se utilizam do redesconto e do depósito compulsório somente. No Brasil só pôde ser utilizado a partir de 1968, quando nosso mercado financeiro começou a apresentar as condições mínimas para que esse tipo de operações pudesse ser introduzido.

Vejamos em detalhes cada uma das condições mínimas:

- a) Existência de uma considerável dívida pública federal.
- b) Existência de um mercado ativo para os títulos federais.

Para que o open-market possa exercer algum efeito sobre a economia é preciso que o volume de títulos envolvido nessas operações seja bastante grande, isto é, é preciso que o Tesouro Nacional apresente uma grande dívida representada por títulos de vencimento a curto e médio prazo e que esses títulos estejam distribuídos por uma grande parcela dos agentes econômicos (Bancos, empresas e indivíduos), além de uma parcela menor que fica em poder do Banco Central. Se o volume de títulos for muito pequeno não terá o poder de afetar o volume de meios de pagamento com a pressão necessária. Por outro lado, também, se os títulos não estiverem distribuídos por um grande número de agentes, torna-se impossível a ação do Banco Central, pois pequenos grupos não poderiam absorver sôzinhos tão grande volume de ativos financeiros.

Outra condição essencial para a viabilidade prática do open market é a existência de um mercado ativo e que requer algum tempo para ser criado. É preciso que os indivíduos e as empresas conheçam as vantagens de aplicar seus eventuais recursos de caixa ociosos em títulos de prazo curto e alta liquidez para que a dívida da União possa ser diluída por um grande número de agentes e para que o mercado apresente um grande volume diário de negociações, sem o

que o mercado não apresentará a liquidez necessária. A par disso é preciso que os Banco mantenham permanentemente uma razoável carteira desses títulos para fazer face às necessidades do mercado, como o estoque de mercadorias para as empresas comerciais. Por último, é preciso que o país apresente um grupo de Bancos de razoável tamanho e poder financeiro para arcar com as responsabilidades de um "Dealer", como são chamados na prática. Os "Dealers", são uma das peças fundamentais do open-market, pois é através deles que o Banco Central opera. Um "Dealer" é geralmente um grande Banco com grande participação no mercado financeiro, e que, por um acôrdo de cavalheiros com o Banco Central, se especializa na negociação dos títulos de open-market, mantendo permanentemente uma razoável carteira de títulos, uma equipe técnica eficiente e fazendo grande volume diário de negócios. Pelo acôrdo, essas instituições se obrigam a atender às determinações do Banco Central e, em contra-partida, gozam de alguns privilégios, como financiamento de algumas posições de carteira, contato constante, etc. Com este esquema é possível ao Banco Central agir sôbre o mercado com a pressão necessária. Os "Dealers" são escolhidos de forma a que o grupo como um todo seja detentor da maior parcela do mercado, em termos de participação, e assim, como os "Dealers" se obrigam a comprar ou vender os títulos ao Banco Central em qualquer época, o Banco Central tem assegurado o efeito de sua ação sôbre o mercado. Se o Banco Central tivesse que agir sôbre tôdas as instituições do sistema e não houvesse, por parte delas, a obrigação de comprar ou vender, seria impossível se obter algum resultado. Além disso, os "Dealers" prestam, diariamente, ao Banco Central, informações sôbre as condições do mercado, sôbre as taxas de juros, sôbre as condições de liquidez, etc, informações que são importantes para o Banco Central equacionar a sua política. Se o Banco Central tivesse que atuar sôbre tôdas as instituições e não houvesse por parte delas responsabilidade quanto à honestidade das informações, seria também impossível de obter-se algum resultado com o open market.

Como o "Dealer" se especializa no trato de papeis governamentais, encarrega-se também de dar liquidez aos mesmos. Se o título não puder ser transformado em moeda a qualquer momento não haverá interêsse por parte do público em geral de manter seus recursos de curto prazo aplicados nesses papeis, que, no fundo, é a base de todo o sistema. Os "Dealers" estão permanentemente com -

prando e vendendo esses papéis, seja trocando papéis de um vencimento por outro, para atender a um cliente ou distribuir sua carteira por todos os vencimentos possíveis, seja apenas para aproveitar a diferença de taxa de juros entre um papel e outro com o fim de realizar algum lucro.

Distingue-se, na prática, três níveis de operações no mercado monetário:

- a) ao nível do Banco Central
- b) ao nível dos "Dealers" ou outras instituições financeiras.
- c) ao nível das empresas e do público em geral.

As operações ao nível do Banco Central são, por um lado, as subscrições efetuadas pelos "Dealers" junto ao Banco Central quando dos leilões para lançamento dos títulos novos. O lançamento dos novos títulos coincide com a data do vencimento dos títulos antigos para que o mercado esteja sempre suprido e tenha vencimentos uniformes. Por outro lado, são também operações neste nível, as compras e vendas que o Banco Central faz junto aos "Dealers", com títulos de sua carteira própria, para ir dosando o volume de meios de pagamento. Como a participação dos "Dealers" no sistema bancário é grande, suas reservas livres exercem forte influência sobre a base monetária.

As operações ao nível dos "Dealers" ou outras instituições financeiras são as operações realizadas entre os Bancos ou outras instituições do mercado de capitais, seja para troca de vencimentos, seja para resolver algum problema de liquidez, ou aplicar recursos ociosos por pouco tempo. Algum Banco pode estar passando por um período de má liquidez e outro apresentar recursos ociosos. O primeiro venderá parte de sua carteira ao segundo, resolvendo-se mutuamente o problema. Outro Banco poderá precisar de um determinado vencimento, que não possua no momento, para repassar a um cliente. Compra-lo-á de outra instituição que o possua. As negociações neste nível costumam ser intensas, mesmo porque os Bancos costumam comprar de um a uma taxa e vender a outro a taxa mais elevada, no mesmo dia ou até em poucos minutos, quando a conjuntura do mercado assim o permite, aproveitando a oportunidade de realizar algum lucro e aumentar a rentabilidade da carteira.

As operações ao nível das empresas e do público em geral, são as vendas ou recompras dos títulos entre as instituições financeiras e as empresas do setor não financeiro e os indivíduos. No comércio seria a venda final do produto ao consumidor, com a diferença de que o produto (título) poderá voltar ao Banco para ser novamente revendido. Como o público aplica por prazo muito curto (às vezes, um dia) nem sempre o vencimento do título corresponde com a data pretendida e o papel é vendido ao cliente com a promessa de recompra numa data fixada.

A existência de uma estrutura deste tipo é que permite transformar a compra e venda de títulos da dívida pública federal por parte do Banco Central em eficiente instrumento de política monetária.

### O Open-Market no Brasil

Antes de 1964 o processo inflacionário acelerado criou distorções no mercado de capitais brasileiro, eliminando os financiamentos a médio e longo prazo, e, desestimulou as aplicações em papéis do Governo, sujeitos à lei da usura e impossibilitados de fornecerem uma renda superior à taxa da inflação. Os títulos da dívida pública perderam toda a aceitação e só eram subscritos compulsoriamente.

Somente a partir de 1964, com a criação das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN)<sup>(1)</sup> é que foi possível trazer a confiança do Público para os títulos do Governo, devido ao pagamento da correção monetária juntamente com os juros. A criação desses títulos, de início, visava o financiamento dos déficits do Tesouro dentro da política de combate à inflação, evitando as emissões de papel-moeda para esse fim. Mas, apesar da correção monetária, o sucesso das ORTN nos primeiros anos não foi muito significativo, e até 1968 os recursos obtidos pelo Tesouro Nacional com a venda de ORTN não eram suficientes para a cobertura do déficit orçamentário.

---

(1) Lei 4.357 de 16-7-1964.



Q U A D R O VI

Cr\$ Milhões

ANOS	DÉFICIT DO TESOURO	COLOCAÇÃO LÍQUIDA DE ORTN (FLUXO)
1964	728	40
1965	593	337
1966	587	629
1967	1.225	448
1968	1.227	93
1969	756	797

Fonte : BANCO CENTRAL - RELATÓRIO 1973, p. 183.

O relativo sucesso de 1966 foi conseguido em virtude de uma série de medidas que possibilitaram a subscrição de ORTN em maior volume, como a permissão dada aos Bancos de recolherem uma parcela de seu depósito compulsório na forma de ORTN.

No fim de 1968 o Banco Central foi autorizado a emitir ORTN de um ano com prazo decorrido, isto é, o papel era nominalmente de um ano mas sua emissão efetiva era de 15,30 ou 40 dias para o vencimento. Essa medida possibilitou não só equilibrar o giro da dívida como criar uma das pré-condições para a existência do open-market: a formação de um estoque razoável de títulos públicos, de curto prazo, em circulação. Ao mesmo tempo procurou estabelecer um mercado organizado, com compradores institucionais e intermediários financeiros responsáveis. No decorrer de 1969, o Banco Central limitou-se ao atendimento da demanda do mercado, tornando-se comprador apenas no final do ano, época em que normalmente a demanda por moeda é maior devido ao natal.

Mas, para a criação de um mercado ativo, as ORTN eram títulos inadequados para o open-market devido aos complicados cálculos envolvidos:

- a) os valores da correção monetária eram conhecidos até no máximo três meses e acima desse prazo era preciso trabalhar com estimativas.

- b) os juros eram calculados sobre o valor nominal de cada mês e só eram recebidos na data do resgate para as ORTN de um ano de prazo e, de seis em seis meses, para as dos demais prazos.
- c) o imposto de renda recaía somente sobre os juros.

Difícilmente se poderia calcular a renda real exata para cada aplicação e as ORTN não poderiam trazer o dinamismo necessário à ativação do mercado.

Em 1970, com a criação das Letras do Tesouro Nacional (LTN)<sup>(1)</sup> é que foi possível dar início à criação de um mercado ativo e ampliar a dívida pública. Ao mesmo tempo foi sendo paulatinamente reduzido o déficit orçamentário.

As LTN são o tipo de papel proprio para as operações de open-market : prazo de vencimento curto, rentabilidade certa representada pela diferença entre o preço de compra e o valor de resgate (desconto). Não há problemas quanto aos calculos, pois a rentabilidade é calculada sobre valores líquidos e certos. Esta facilidade permitiu dar o maior dinamismo que faltava, ao lado de outras medidas como o estabelecimento de normas para a contabilização das operações, dando às LTN característica contábil de liquidez imediata. Foi permitido que as empresas e Bancos que mantivessem LTN em carteira, as escriturassem no Ativo Disponível em rubrica específica. O objetivo disto, aliado ao fato das LTN, na época, serem isentas do imposto de renda, era o de estimular as instituições financeiras e as empresas em geral a manter uma carteira de LTN para a remuneração dos encaixes ociosos. Esta medida levaria as empresas a optarem por essa prática, ampliando as possibilidades de colocação de volumes maiores de títulos.

Uma terceira medida que levou o mercado a uma maior sofisticação e incentivou os Bancos a optarem pela manutenção em estoque de razoável volume de LTN, foi a regulamentação das operações de transferência de reservas interbancárias, e da criação do sistema de custódia no Banco Central.

Por este novo sistema de custódia no Banco Central, as LTN não precisavam mais ser manuseadas fisicamente. As LTN, mesmo após serem subscritas, per-

---

(1) Decreto Lei 1.079 de 29-1-1970 e Resolução 150 de 22-7-1970 do Banco Central.

manecem nas Autoridades Monetárias e há apenas uma carta transferindo a custódia de uma conta para outra, isto é, o Banco vendedor das Letras entrega ao Banco comprador uma carta autorizando o Banco Central a transferir as LTN em custódia da conta do Banco vendedor para a conta do Banco comprador. Esta inovação trouxe maior rapidez às operações com menor custo operacional.

A inovação mais importante, porém, e que trouxe grande atividade ao mercado, foi a regulamentação das trocas de reservas interbancárias. Como os Bancos não podem passar de um dia para o outro com sua conta de depósitos voluntários nas Autoridades Monetárias negativa, quando isso ocorria, antes desta inovação, o que era muito comum, o Banco tinha apenas o redesconto para recorrer. A possibilidade da troca de reservas entre os Bancos criou uma nova fonte de recursos para os Bancos recorrerem nesses casos. A regulamentação dessas operações de financiamento permitiu aos Bancos negociarem suas reservas com a garantia da carteira de LTN, o que incentivou grandemente os Bancos a manterem um estoque de LTN em carteira.

Como esta operação é preferida pelos Bancos em vez do redesconto, o mercado de LTN tem se tornado bastante ativo, permitindo às Autoridades Monetárias elevarem a colocação líquida de títulos federais bastante acima dos déficits do Tesouro Nacional<sup>(1)</sup>, liberando recursos para a política de contração ou expansão de meios de pagamento do Banco Central, situação bastante diferente da que vigorava até 1969, como se pode ver pelo quadro VII, que complementa o quadro VI:

Q U A D R O VII		Cr\$ Milhões		
ANO	DÉFICIT DO TESOURO	COLOCAÇÃO LÍQUIDA DE TÍTULOS FEDERAIS		
		ORTN	LTN	TOTAL
1970	738	1.624	658	2.282
1971	672	290	2.697	2.987
1972	516	1.792	5.094	6.826
1973	295	1.156	4.601	5.757

FONTE: BANCO CENTRAL - RELATÓRIO 1973, p. 183.

(1) Os títulos da dívida pública só retiram dinheiro de circulação se sua colocação líquida for superior aos déficits do Tesouro Nacional. Se for exatamente igual, o que for retirado de circulação através dos títulos está, por outro lado, sendo repostado pelos gastos do Tesouro.

Q U A D R O   V I I IPRINCIPAIS TOMADORES DE ORTN

Saldos em R\$ MILHÕES

T O M A D O R E S	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Como alternativa ao Dep. Compulsório:	-	13	102	391	956	1.881	3.106	4.166	5.493	9.312
1. Bco. do Brasil	-	-	-	-	-	294	471	618	862	1.205
2. Outros Bcos. Coms. Oficiais	-	-	-	-	-	292	471	587	790	1.385
3. Bcos. Coms. Privados	-	13	102	391	956	1.295	2.164	2.961	3.841	6.722
B N H	-	32	22	341	322	549	910	1.561	3.631	4.871
Associações de Poup. e Empréstimo	-	-	-	-	1	0	1	5	12	27
Caixa Econ. Federal	10	55	28	116	178	211	290	269	318	0
P I S	-	-	-	-	-	-	-	7	-	50
P A S E P	-	-	-	-	-	-	-	-	-	73
Bco. do Brasil	1	6	13	30	40	47	57	43	46	52
Bcos. Coms. Oficiais	1	6	78	116	53	73	237	210	230	592
Bcos. Coms. Privados	-	3	108	252	144	267	75	88	100	93
Bcos. de Investimento	-	-	-	54	51	30	91	82	159	68
IRB e Seguradoras	-	1	2	22	54	124	214	398	428	650
Entidades Públicas	-	-	10	28	7	390	506	338	1.841	1.950
Bco. Central	-	-	73	102	152	178	23	54	83	132
Não Identificados	29	314	965	1.030	1.533	2.131	3.902	4.344	3.634	3.074
TOTAL	41	430	1.401	2.482	3.491	5.881	9.412	11.565	15.975	20.944

FONTE: Banco Central - Relatório 1973, pg. 185.

A maior colocação líquida de ORTN havida nos anos de 1970, 1972 e 1973 em relação aos anos anteriores deve-se ao aumento da parcela do depósito compulsório que os Bancos podem manter nesses títulos e que foi bem aceita e aproveitada, como podemos ver pelo QUADRO VIII anterior, onde a participação dos Bancos Comerciais Privados entre os principais tomadores de ORTN passou de Cr\$ 1.295 milhões em 1969 para Cr\$ 2.164 milhões em 1970, e de Cr\$ 2.961 milhões em 1971 para Cr\$ 3.841 milhões em 1972 e Cr\$ 6.722 milhões em 1973. Ao mesmo tempo, a participação do público (ítem não identificados) diminuiu de Cr\$ 4.344 milhões em 1971 para Cr\$ 3.074 milhões em 1973, o que demonstra uma maior preferência do público por outros tipos de papeis.

Entre os principais tomadores de LTN encontramos, como se pode ver pelo QUADRO IX a seguir, os Bancos Comerciais Privados e o público não identificado, além do proprio Banco Central, que utiliza sua carteira para venda quando o objetivo é diminuir o volume de meios de pagamento.

#### Q U A D R O   I X

##### PRINCIPAIS TOMADORES DE LTN

SalDOS em Cr\$ Milhões

T O M A D O R E S	1970	1971	1972	1973
Banco Central do Brasil	204	1.810	2.150	5.906
Bancos Comerciais	-	683	2.623	4.381
1. Oficiais Estaduais	-	167	729	1.571
2. Privados	-	516	1.894	2.810
Caixa Econ. Federal	-	-	388	831
P I S	-	-	57	104
Caixas Econs. Estaduais	-	0	1	14
Bcos. Fed. de Desenvolvimento	-	140	183	24
I R B	-	8	8	12
Não Identificados	496	1.239	4.794	5.911
T O T A L	700	3.880	10.204	17.400

FONTE : Banco Central - Relatório 1973, p. 191.

Embora a dívida pública federal venha aumentando significativamente a partir de 1964 (QUADRO X) seu volume é considerado ainda reduzido (9,9% do Produto Interno Bruto).<sup>(1)</sup> Este fator limita a ação do Banco Central na utilização da dívida como instrumento de política monetária. Se os Bancos apresentam carteiras reduzidas e se o papel ainda não está largamente distribuído pelo público, vendas maciças de LTN por parte do Banco Central com o objetivo de reduzir os meios de pagamento, podem causar problemas de liquidez ao sistema.

### Q U A D R O X

#### DÍVIDA PÚBLICA E PRODUTO INTERNO BRUTO

Cr\$ Milhões

A N O	DÍVIDA PÚBLICA ( A )	P I B ( B )	$\frac{A}{B}$
1964	41	23.055	0,2
1965	430	55.818	1,2
1966	1.401	53.724	2,6
1967	2.482	71.486	3,5
1968	3.491	99.879	3,5
1969	5.881	133.117	4,4
1970	10.112	174.624	5,8
1971	15.445	234.005	6,6
1972	26.179	302.323	8,7
1973	38.344	387.643	9,9

FONTE: BANCO CENTRAL - RELATÓRIO 1973, p. 183.

(1) Veja Edesio Fernandes Ferreira - "Administração da Dívida Pública e Política Monetária no Brasil", p. 15. Atualmente, nos Estados Unidos a dívida pública situa-se entre 25 a 30% do PIB (Gross Domestic Product). Veja "International Financial Statistics (FMI) volume XXVIII, nº 1, janeiro 1975, pp. 374 e 375, linhas 88 e 99b.

Apesar de estarem limitadas pelo volume reduzido da dívida pública, as operações de open-market são hoje o principal instrumento de política monetária utilizado no Brasil. O Orçamento Monetário para 1974 previa um crescimento dos meios de pagamento da ordem de 35% e uma colocação líquida de títulos da dívida pública no valor de Cr\$ 6.637 milhões<sup>(1)</sup>. Este valor corresponderia, no Quadro III anteriormente apresentado, à conta 1 do Ativo (financiamento do Déficit do Tesouro Nacional). Esta previsão é feita somente para tornar-se compatível com as projeções das outras contas. Na realidade, essa conta deverá atingir valor diferente porque o open-market deverá ser manipulado para compensar as variações nas outras contas de forma a que a base monetária acompanhe os valores previstos.

Quanto à taxa de juros, o efeito do open-market não se pode fazer sentir sobre a economia brasileira. No Brasil as taxas de juros têm seu teto máximo fixado pelo Conselho Monetário Nacional, sendo um preço administrado e fixado através de Resoluções pelo Banco Central. Dessa forma, não reflete as forças de oferta e procura de fundos no mercado financeiro. Como a procura tem sido sempre maior do que a oferta os negócios se fazem sempre à taxa limite. A taxa de juros que é afetada pelas operações de open-market é apenas a do próprio mercado monetário, onde são negociadas as LTN.

---

(1) Orçamento Monetário para 1974, conforme apresentado ao Conselho Monetário Nacional em 7-5-74.

OUTROS INSTRUMENTOS E MECANISMOS QUE  
AFETAM O VOLUME DE MEIOS DE PAGAMENTO

Além dos instrumentos tradicionais de política monetária, que agem sobre as reservas livres dos Bancos Comerciais, há outros mecanismos no Brasil que, embora não agindo diretamente sobre as reservas dos Bancos Comerciais, também afetam o volume de meios de pagamento, e podem, por isso, ser utilizados pelas Autoridades Monetárias.

Empréstimos do Banco do Brasil

Como o Banco do Brasil é ao mesmo tempo Autoridade Monetária e Banco Comercial, as Autoridades Monetárias têm o poder de aumentar ou diminuir os empréstimos do Banco do Brasil para expandir ou contrair o volume de meios de pagamento através do processo geral de criação de depósitos pelo sistema bancário. A utilização desse mecanismo como instrumento, no entanto, é em parte dificultada pelo fato dos empréstimos do Banco do Brasil serem utilizados também para garantir o fornecimento de crédito aos setores prioritários da economia brasileira.

Empréstimos Externos

O poder do Banco Central de regular o custo para o tomador final dos empréstimos externos feitos com a cobertura da Resolução 63<sup>(1)</sup>, também pode ser

---

(1) A Resolução 63 faculta aos Bancos Comerciais ou de Investimento, autorizados a operarem em câmbio, a contratação direta de empréstimos externos destinados a serem repassados a empresas no país, tanto para financiamentos de capital fixo como capital de giro.



considerado um instrumento de política monetária. Os empréstimos externos apresentam efeito expansionista nos meios de pagamento quando começam a trazer superavit no Balanço de Pagamentos, com aumento das reservas cambiais. Este efeito pode ser melhor entendido com um pequeno exemplo. Voltemos ao Quadro III anteriormente apresentado e suponhamos que todos os itens do ATIVO, menos o item 2 das Aplicações (operações cambiais), permaneçam constantes.

Por outro lado suponhamos o seguinte Balanço de Pagamentos simplificado (em dólares):

Débito	US\$	Crédito	US\$
Importações	6.000	Exportações	5.000
		Empréstimos Externos	1.000
	<hr/>		<hr/>
	6.000		6.000

O Balanço está equilibrado por que o deficit de Cr\$ 1.000 na Balança Comercial (Exportações menos Importações) é compensado pela entrada de capitais externos. No Balanço seguinte a conta Empréstimos Externos apresenta um saldo de US\$ 2.000 criando reservas cambiais para o país de US\$ 1.000.

Débito	Cr\$.	Crédito	Cr\$
Importações	6.000	Exportações	5.000
Reservas Cambiais	1.000	Empréstimos Externos	2.000
	<hr/>		<hr/>
	7.000		7.000

Os dólares extras que entraram no país tiveram que ser trocados por cruzeiros pelo Banco Central para serem entregues aos financiados. Esse fato acarretará no Quadro III (Balanço Consolidado das Autoridades Monetárias) um aumento da conta "Operações Cambiais" com a contra-partida distribuída pelos cinco itens do PASSIVO. Em outras palavras, o Banco Central teve que emitir para comprar os dólares que vão permanecer como Reservas Cambiais, e o resultado é uma expansão dos meios de pagamento se o Banco Central não diminuir no mesmo valor as reservas bancárias livres dos Bancos Comerciais (item 2 do PASSIVO), através de seus instrumentos tradicionais.

Se a entrada de empréstimos externos for tal que exceda o poder de controle dos instrumentos tradicionais, o Banco Central terá que lançar mão de outro recurso de forma a aumentar o custo dos empréstimos e desestimulá-los, reduzindo a pressão sobre os meios de pagamento.

No segundo semestre de 1972, quando os empréstimos externos começaram a afluir em grande quantidade, o governo baixou a Resolução 236 (19-10-72), que obrigava a uma retenção de 25% sobre o contravalor em cruzeiros do empréstimo, aumentando o custo proporcional do saldo restante, com o objetivo de reduzir a procura. Como a procura continuou grande, a Resolução 265 (31-08-73) aumentou a retenção para 40%. Em fevereiro de 1974, quando a situação já estava mais folgada para as Autoridades Monetárias e havia já problemas de liquidez no sistema bancário, a retenção foi extinta pela Resolução 270 (07-02-74). Sob este aspecto, o poder do Banco Central de aumentar ou reduzir o custo dos empréstimos externos para o tomador final pode ser considerado como um instrumento auxiliar para o controle dos meios de pagamento.

A administração do prazo mínimo do empréstimo para o Banco no exterior também pode ser considerada como um instrumento. Quanto menor for o prazo, maior será a oferta de empréstimos por parte do exterior. Se houver necessidade de mais empréstimos para reduzir o déficit no Balanço de Pagamentos e diminuir a redução dos meios de pagamento daí proveniente, o governo poderá reduzir o prazo mínimo dos empréstimos, oferecendo maior atração para os emprestadores no exterior. Assim, para facilitar a entrada de empréstimos o Conselho

Monetário Nacional fixou, em 18-05-72, o prazo mínimo de 5 anos<sup>(1)</sup>. Como os em préstimos afluíram em grande volume, o prazo foi aumentado para 6 anos em 26-07-72, 8 anos em 13-06-73 e 10 anos em 20-07-73. No início de 1974 começou-se a notar uma redução no volume de entrada de capitais externos ao mesmo tempo que o deficit na Balança Comercial começava a agravar-se. Em 16-09-74, para facilitar novamente a entrada de capitais, o prazo mínimo foi outra vez fixado em 5 anos.

### A Conta Café

Um mecanismo que afeta o volume de meios de pagamento e que de certa forma não está sob o contrôlo direto das Autoridades Monetárias são as operações do café. A política do café é proposta pelo Instituto Brasileiro do Café (IBC), que é subordinado ao Ministério da Industria e do Comercio, e deve ser aprovada pelo Conselho Monetário Nacional. Dessa forma, a influência prevista da conta café nos meios de pagamento é considerada no Orçamento Monetário. No entanto, a conta café poderá ter um efeito imprevisto sobre os meios de pagamento se as exportações ou os fatores climáticos não confirmarem as previsões, como veremos a seguir.

A conta café é uma conta de passivo do Balanço Consolidado das Autoridades Monetárias. Portanto, um saldo líquido positivo representa contração de meios de pagamento, e um saldo líquido negativo representa expansão de meios de pagamento. O quadro a seguir apresenta as contas de receita e despesa da conta café e o seu saldo líquido.

---

(1) A fixação dos prazos mínimos não é feita através de Resoluções. A Resolução 125 (12-09-69) determinava apenas que, a partir de 15-09-69, a contração de câmbio relativa ao ingresso de divisas sob a forma de empréstimos, ficava condicionada à prévia anuência do Banco Central. Assim, os prazos mínimos são determinados em reuniões do Conselho Monetário Nacional e afixados no saguão da "Fiscalização e Registro de Capitais Estrangeiros - FIRCE", do Banco Central.

C O N T A C A F É

Saldo no fim do ano - Cr\$ Milhões

DISCRIMINAÇÃO	1972
SALDO LÍQUIDO (1 + 2 + 3 - 4) .....	1.455
1. FUNDO DE RESERVA E DEFESA DO CAFÉ - FRDC (1A-1B) .....	5.163
1.A - RECEITAS BRUTAS .....	14.076
Valor da venda pelo Bco do Brasil dos dolares recebidos sob a forma de "Quota de Contribuição" .....	10.580
Valor das vendas de café dos estoques oficiais ao consumo interno .....	1.420
Valor das vendas de café dos estoques oficiais ao comércio exportador.....	451
Valor das vendas de café dos estoques oficiais nos entrepostos e levado a crédito do FRDC.....	1.415
Outras Receitas .....	210
1.B - SUPRIMENTOS E DESPESAS .....	8.913
Compra de excedentes .....	3.295
Custeio administrativo do IBC e GERCA .....	1.590
Aplicações .....	650
Erradicação e diversificação da cafeicultura .....	537
FUNAGRI-FUNDAG .....	1.006
Outras Despesas .....	1.835
2. FUNDO DE RACIONALIZAÇÃO DA CAFEICULTURA - FRC .....	- 223
Receita .....	209
Despesa .....	432
3. VALOR DAS VENDAS DE CAFÉ DOS ESTOQUES OFICIAIS LEVADO A CRÉDITO DO FUNDO DOS ÁGIOS.....	145
4. EMPRÉSTIMOS E REDESCONTOS A CAFÉ .....	3.630
Empréstimos normais pela CREGE .....	1.826
Adiantamentos sobre Contratos de Câmbio .....	190
Empréstimos pela Carteira de Crédito Rural .....	420
Redescontos pelo Banco Central.....	1.194

FONTE: Boletim do Banco Central do Brasil, volume 10, nº 4, abril de 1974, pp. 36 a 39.

Pelo quadro verifica-se que em 1972 houve uma contração de meios de pagamento pela conta café, com uma ação sobre a base monetária no valor de Cr\$ 1.455 milhões. O valor do saldo líquido da conta café pode ser previsto, prevendo-se o valor dos demais itens que compõem a conta. À época da elaboração do Orçamento Monetário é feita uma previsão da conta café e o seu efeito líquido é levado em conta na elaboração do Orçamento. Se por algum motivo (geada, queda nas exportações), os valores previstos não se verificarem, haverá um efeito imprevisto sobre os meios de pagamento que, se não for compensado pela variação em outras contas do Balanço Consolidado das Autoridades Monetárias, terá que ser compensado com operações de open market ou outro instrumento de política monetária. Assim, por exemplo, se houver uma queda nas exportações, o valor recebido sob a forma de "quota de Contribuição"<sup>(1)</sup> será menor, diminuindo o valor do saldo líquido da conta e diminuindo a contração prevista nos meios de pagamento, desequilibrando o Orçamento Monetário (ceteris paribus). Por outro lado, ocorrerá o efeito inverso se houver uma geada, reduzindo o valor das despesas da conta café.

#### As Contas do Tesouro Nacional

Os deficits ou superávits nas contas do Tesouro Nacional também afetam o volume de meios de pagamento. Se, por exemplo, o recolhimento de impostos, taxas e outras receitas do Tesouro for maior do que as despesas do Governo, o Tesouro estará retirando dinheiro de circulação, e vice-versa. O quadro a seguir dá uma visão da receita e despesa do Tesouro nos últimos anos:

---

(1) A "quota de Contribuição" é uma parcela do valor de cada saca de café exportada que é paga compulsoriamente pelo produtor ao IBC.

EXECUÇÃO FINANCEIRA DO TESOIRO NACIONALFluxos acumulados até o mês assinalado

Cr\$ Milhões

A N O	M Ê S	R E C E I T A	D E S P E S A	RESULTADO LÍQUIDO
1972	DEZ.	37.738	38.254	- 516
1973	DEZ.	52.863	52.568	+ 295
1974	MAR.	14.394	11.243	+ 3.151
1974	JUN.	32.925	28.026	+ 4.899
1974	SET.	52.555	47.211	+ 5.344

FONTE : Boletim do Banco Central, volume 10, nº 12, dezembro de 1974, pp. 118 e 119.

O ano de 1972 terminou com um deficit de Cr\$ 516 milhões, provocando expansão dos meios de pagamento. Em 1973 houve um pequeno superavit, e 1974, pelo menos até setembro, foi altamente contracionista, retirando da circulação, no período janeiro-setembro, Cr\$ 5.344 milhões.

A manipulação dos impostos e taxas e dos gastos do governo constitui-se na chamada política fiscal, que pode ser levada a efeito paralelamente e de acordo com a política monetária. Assim, se o objetivo for expandir a demanda agregada será previsto um orçamento do Tesouro deficitário, elevando-se os gastos do governo muito acima das receitas. Se o objetivo for contrair meios de pagamento, poder-se-á aumentar os impostos e manter as mesmas despesas do ano anterior, ou elevá-las em um percentual menor do que a elevação da receita proveniente dos impostos.

Se a evolução das contas do Tesouro não estiver se desenvolvendo de acordo com os valores previstos no orçamento, poderão ser tomadas medidas de emergência em auxílio à política monetária, como ocorreu em 1974. Nesse ano a inflação foi bem mais alta do que a prevista quando da elaboração do orçamento do Tesouro no ano anterior, ocasionando um aumento das receitas superior ao previsto (o recolhimento do Imposto sobre Produtos Industrializados-IPI foi bem maior do que o previsto pois o valor em cruzeiros dos negócios se elevou com a inflação). O resultado foi uma contração nos meios de pagamento superior à

prevista no orçamento monetário, causando problemas à política monetária. Em outubro adiou-se por trinta dias o recolhimento do IPI por parte das empresas com o objetivo de transferir para 1975 parte da receita de 1974, reduzindo o superavit deste último ano.

A política fiscal também pode ser utilizada com outros objetivos como por exemplo, uma melhor distribuição da renda, através da manipulação dos percentuais do imposto de renda. Este assunto, no entanto, foge aos objetivos deste trabalho e não será aqui abordado.

### Preços Mínimos e Operações com Produtos Agrícolas

Outros fatores, como a política de preços mínimos e a política de compra e venda de produtos agrícolas, também afetam o volume de meios de pagamento, mas são levadas a efeito com recursos das próprias Autoridades Monetárias, sob seu controle, e com valores sujeitos a teto no orçamento monetário, com mínima influência, portanto, sobre a política monetária.

### Persuasão Moral

Além dos instrumentos e mecanismos já citados, há também a possibilidade do Banco Central exercer persuasão moral junto aos Bancos Comerciais, principalmente os "Dealers", para induzi-los a seguirem um determinado curso de ação, como, por exemplo, restringirem o crédito ou manterem constantemente uma parcela maior de seus recursos em títulos públicos.

Se os Bancos concordarem em restringir o crédito, por exemplo, o efeito será um aumento de seu encaixe voluntário com consequente diminuição do processo de criação de depósitos e geração de meios de pagamento. Como o Banco Central tem o poder de intervenção nos estabelecimentos bancários, pode indiretamente exigir um determinado comportamento dos Bancos, embora, frequentemente, na prática, apele somente para a responsabilidade bancária ou simplesmente para o espírito de cooperação.

A persuasão moral não deve ser utilizada por longos períodos de tempo, e deve ser reservada, sob pena de não apresentar efeitos. Nos Estados Unidos, logo após a segunda guerra mundial, foi feito grande uso da persuasão moral no sentido de manter o preço das obrigações do Tesouro e evitar uma depressão no mercado desses títulos. Pronunciamentos foram feitos, artigos e relatórios públicos foram escritos, além dos apelos pessoais. Esta prática foi levada a tal extremo que a imprensa começou a chamar essa atividade de "open-mouth policy", ridicularizando o Federal Reserve System.

Na prática, a persuasão moral apresenta efeitos poucos significativos, senão nulos.



## OS INSTRUMENTOS PARA CONTRÔLE DO CRÉDITO

Os instrumentos para contrôles do crédito não influenciam diretamente as reservas bancárias e por isso não podem ser chamados propriamente de instrumentos de política monetária. Melhor seria chamá-los de instrumentos de política creditícia. Todavia, seu uso pode se constituir num importante auxiliar da política monetária e devem ser aqui mencionados. Caracterizam-se por restringir o fluxo de crédito ou canalizar o fluxo para determinadas áreas da atividade econômica, e constituem-se como instrumento pelo poder que tem o Banco Central de regulamentar o fluxo de crédito.

No Brasil o exemplo mais conhecido é o da regulamentação do crédito ao consumidor final, que pode ser exercido sobre:

- 1) - o montante da entrada.
- 2) - o número de prestações em que pode ser dividido o pagamento.

Aumentando-se a parcela do pagamento representada pela entrada e reduzindo-se o prazo de pagamento, por exemplo, de 36 para 24 ou 18 prestações, pode-se reduzir a procura por crédito, por que com isso os consumidores de menor renda não poderão pagar uma entrada maior associada a prestações mais altas. Menor efeito poderá ser obtido agindo-se sobre apenas um dos fatores. Este instrumento pode dar um auxílio suplementar à política de redução dos meios de pagamento. Ao mesmo tempo que se reduz as reservas bancárias livres pelas operações de open-market pode-se restringir as condições do crédito ao consumidor, evitando-se uma pressão sobre a taxa de juros. Ao mesmo tempo que se reduz por um lado os recursos disponíveis para empréstimos reduz-se, por outro lado, a procura por empréstimos para que a taxa de juros não se altere. Esta medida pode ser eficaz para uma pressão na inflação pelo lado do custo, ao mesmo tempo que se a procura reduzir pelo lado da demanda. Há uma defasagem de tempo entre o momento em que se começa a reduzir os meios de pagamento e o seu efeito sobre a procura por crédito. A disponibilidade dos Bancos para empréstimos pode

ser reduzida em pouco tempo, mas a procura por financiamentos diminui apenas gradativamente.

Efeitos sobre o Balanço de Pagamentos também podem ser conseguidos através do crédito. Se o superavit no Balanço de Pagamentos for tal que ultrapasse a capacidade do open-market em reduzir o efeito expansionista pela troca das cambiais por cruzeiros, um aumento nas facilidades do crédito para viagens ao exterior poderá vir em auxílio do open-market. As pessoas tendem a gastar mais no exterior diminuindo o superavit e aliviando o open-market. Da mesma forma, uma restrição no crédito para viagens ao exterior poderá resolver uma parte das dificuldades se o problema for o deficit no Balanço de Pagamentos.

Por fim, esses instrumentos podem ser utilizados para restringir o crédito em alguns setores da economia e ampliá-lo em outros. Pesquisas realizadas nos Estados Unidos têm demonstrado que o setor mais sensível a uma política monetária restritiva é o da construção habitacional. Ao mesmo tempo que se aumenta as vendas de títulos federais no mercado monetário pode-se reduzir o teto das taxas de juros pagas aos depósitos a prazo e letras de câmbio e aumentar o teto das taxas das Letras Imobiliárias. Essa política aliada a outra de facilidades no financiamento às aquisições de imóveis pelo Banco Nacional da Habitação, pode reduzir os efeitos da política monetária restritiva sobre a construção habitacional.

## CONCLUSÃO

Concluindo o trabalho, faremos uma análise dos resultados obtidos com o uso dos instrumentos de política monetária no Brasil no período 1964 - 1974. Analisaremos primeiramente os resultados obtidos com o open-market. Um dos principais objetivos da política monetária nesse período foi o combate à inflação a través do controle dos meios de pagamento. O crescimento dos meios de pagamento foi previsto através de orçamentos monetários e o open-market foi o principal instrumento utilizado no controle daquela variável. Como as Autoridades Monetárias controlam o volume de meios de pagamento através do controle da base monetária, podemos medir quantitativamente a atuação do open-market sobre os meios de pagamento através dos seus efeitos sobre a base.

O Quadro XII mostra as principais variáveis que contribuíram para a expansão ou contração da base monetária de 1960 a 1973. Representa os fluxos de cada ano nas contas do Ativo e Passivo do Balanço Consolidado das Autoridades Monetárias. Na base do quadro está o fluxo da base monetária, que responde pelo aumento do volume de meios de pagamento. Os fluxos positivos nas contas do Ativo mostram as variáveis expansionistas e os negativos as contracionistas. No Passivo, o efeito é inverso, as variáveis com fluxo positivo representam contração e as com fluxo negativo representam expansão da base. O sinal positivo na base monetária representa expansão.

O resultado das operações de mercado aberto aparece na conta "Operações com o Tesouro Nacional", do Ativo. Os fluxos positivos representam o efeito expansionista dos déficits do Tesouro e, com exceção de 1966, todos os anos foram expansionistas até 1968. Embora as ORTN tenham sido lançadas a partir de 1964 seu efeito não foi suficiente para cobrir os déficits. Sómente a partir de 1969, com o lançamento das ORTN de um ano com prazo decorrido, e com o início das operações de open-market propriamente ditas, é que as operações com a dívida pública começaram a apresentar efeito contracionista. A partir de 1970, com o lançamento das LTN, é que as operações de open-market começam a ganhar corpo como instrumento de política monetária e seu efeito contracionista pode ser utilizado para contrabalançar o efeito expansionista de outras variáveis, como os empréstimos do Banco do Brasil ao setor privado e as operações cambiais (superávits no Balanço de Pagamentos).

**QUADRO XII - PRINCIPAIS VARIÁVEIS DE CONTRAÇÃO E EXPANSÃO DA BASE MONETÁRIA**

Variações em Cr\$ MILHÕES														
C O N T A S	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
I - CONTAS (+) Expansionista DO ATIVO (-) Contracionista	+ 162	+ 350	+ 464	+ 840	+2.040	+2.040	+1.655	+1.798	+6.148	+7.617	+ 4.428	+8.228	+14.765	+26.390
Operações com o Tesouro Nacional	+ 77	+ 129	+ 216	+ 439	+ 746	+ 271	- 190	+ 628	+1.089	- 734	- 1.714	-1.854	- 7.670	- 5.296
Operações Cambiais.....	+ 16	+ 109	+ 4	+ 92	+ 555	+1.319	+ 785	- 112	+1.631	+4.516	+ 2.523	+2.157	+14.411	+14.672
Empréstimos do Banco do Brasil ao Setor privado.....	+ 49	+ 97	+ 199	+ 256	+ 543	+ 305	+ 901	+1.069	+2.360	+3.103	+ 3.162	+5.749	+ 7.053	+12.141
Redescontos e Empréstimos a Instituições Financeiras.....	+ 15	+ 10	+ 19	+ 27	+ 118	+ 39	+ 154	+ 112	+ 796	+ 453	+ 114	+1.314	+ 1.666	+ 2.956
Compra e Venda Prods. Agrícolas	+ 5	+ 5	+ 26	+ 26	+ 3	+ 106	+ 5	+ 101	+ 272	+ 279	+ 343	+ 862	- 695	+ 1.917
II - CONTAS (+) Contracionista DO PASSIVO (-) Expansionista	+ 55	+ 122	+ 98	+ 164	+ 672	- 18	+ 327	+ 110	+2.400	+4.166	+ 1.633	+2.129	+10.354	+13.324
Operações com café.....	--	+ 37	+ 9	+ 106	+ 212	- 114	+ 173	+ 151	+ 901	+1.398	+ 1.180	+ 479	+ 408	- 196
Conta Capital e Reservas das Autoridades Monetárias.....	+ 9	+ 20	+ 34	+ 72	+ 125	+ 213	+ 504	+ 363	+1.066	+1.585	+ 3.013	+3.668	+ 5.920	+ 5.642
Dominas Contas.....	+ 46	+ 65	+ 55	- 14	+ 335	- 117	- 350	- 404	+ 433	+1.183	- 2.560	-2.018	+ 4.026	+ 7.878
(I - II) BASE MONETÁRIA	+ 107	+ 228	+ 366	+ 676	+1.368	+2.058	+1.328	+1.688	+3.748	+3.451	+ 2.795	+6.099	+ 4.411	+13.066

+ = déficit

Em 1973 nota-se um grande aumento na expansão da base monetária: de Cr\$ 4.411 milhões para Cr\$ 13.066 milhões, ao mesmo tempo que se reduz o efeito contracionista do open market. Por outro lado, o efeito das operações cambiais aumentou bastante em 1972 e permaneceu alto em 1973, em virtude do grande volume de empréstimos externos entrados no país. Como ~~já~~ dissemos, a base monetária aumentou de Cr\$ 13.066 milhões em 1973, o que explica a expansão de 47%<sup>(1)</sup> nos meios de pagamento no mesmo ano. Essa expansão, porém, não foi compatível com a meta governamental de 12% de inflação para o mesmo ano, o que nos leva a crer que a dívida pública deveria ter exercido um efeito contracionista muito maior do que os Cr\$ 5.296 milhões conseguidos. Considerando que a dívida pública brasileira pode ainda ser aumentada (representava apenas 9,9% do PIB em dezembro de 1973), as Autoridades Monetárias poderiam ter aumentado a colocação de títulos em 1973 no mesmo ritmo observado em 1972. Na realidade o que ocorreu foi o contrário. Pelo Quadro XII observa-se que o efeito contracionista da dívida aumentou de Cr\$ 1.854 milhões em 1971 para Cr\$ 7.670 milhões em 1972, enquanto em 1973 caiu para Cr\$ 5.296 milhões. Em outras palavras, a procura por títulos da dívida pública reduziu-se em 1973. Isso se deve ao próprio endividamento externo excessivo ocorrido em 1972 e 1973. A economia, que vinha operando com grandes facilidades de crédito e super excitada pelo grande aumento no volume dos meios de pagamento, sofreu um impacto com o aumento do prazo mínimo dos empréstimos externos para 10 anos em 20-7-73 (que reduziu a sua oferta), e com a Resolução 265 em 31-8-73 (que impunha uma retenção de 40% sobre o contra valor em cruzeiros do empréstimo externo, aumentando bastante o seu custo e tornando-o pouco atrativo). O resultado foi uma crise de liquidez de grandes proporções no sistema bancário no segundo semestre de 1973 e início de 1974<sup>(2)</sup>, obrigando o Banco Central a comprar grande parte das carteiras de LTN dos Bancos para resolver o problema de liquidez do sistema. Este fato não permitiu que em 1973 a colocação de LTN fosse maior do que no ano anterior. O que nos parece ter ocorrido foi um descontrôle entre o endividamento externo e a capacidade das Autoridades Monetárias de aumentar a colocação de títulos da dívida pública para retirar de circulação os cruzeiros emitidos para a troca das cambiais.

A causa desse problema parece residir na incompatibilidade entre os objetivos de se combater a inflação pelo lado da demanda contendo o crescimento

(1) Boletim do Banco Central, volume 10, nº 11, novembro de 1974, p.23, coluna 16

(2) Veja Conjuntura Economica, volume 28, nº 3, março 1974, pág. 20.

dos meios de pagamento através da colocação de LTN, por um lado, e por outro com bater a inflação pelo lado do custo através do estabelecimento de tetos máximos para as taxas de juros, ao mesmo tempo que se quer fazer a economia crescer a ta xas em torno dos 10% anuais.

As taxas de juros das LTN tem sido mantidas pelo Banco Central em ní-  
veis baixos comparativamente à taxa inflacionária, o que tem destimulado a apli-  
cação nesses papéis e dificultado as Autoridades Monetárias no seu objetivo de  
ampliação do mercado monetário. Segundo o Relatório anual do Banco Central do a-  
no de 1973, o acréscimo da dívida pública interna federal foi de 46,5% no ano, en  
quanto o crescimento dos empréstimos mediante aceite cambial (Letras de Câmbio)  
foi da ordem de 81,6%, mostrando um potencial de crescimento para os títulos pú-  
blicos não aproveitado pelas Autoridades Monetárias. Além disso, as LTN têm so-  
frido concorrência das Letras de Câmbio em seu próprio campo de atuação. Segundo  
o mesmo Relatório, o mercado secundário (revenda) de Letras de Câmbio desenvol-  
veu-se em escala crescente, verificando-se o aparecimento da oferta de títulos  
de curtíssimo prazo, inclusive um dia.

Para o ano de 1974, a própria conjuntura econômica internacional encar-  
regou-se de evitar que as Autoridades Monetárias se defrontassem com o mesmo pro  
blema de 1973. <sup>8-1974</sup> O déficit no Balanço de Pagamentos, pelo aumento no preço do pe-  
troleo, e a menor disponibilidade de capitais no mercado internacional evitarem  
que neste ano se repetisse a elevada expansão dos meios de pagamento pelas opera  
ções cambiais. Assim, foi possível, no primeiro semestre, manter o crescimento  
dos meios de pagamento em 11,5%<sup>(1)</sup>, de acordo com a política restritiva adotada  
para compensar a elevada expansão dos meios de pagamento em 1973.

No segundo semestre, diminuída a inflação,<sup>(2)</sup> tornou-se necessária uma po-  
lítica monetária bem menos restritiva para evitar crises de liquidez que afetas-  
sem o crescimento do Produto Nacional. Mas, o problema do open market voltou a

---

(1) Boletim do Banco Central, volume 10, nº 11, novembro de 1974, p. 23, coluna 16.

(2) A inflação, medida pelo Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna (coluna 2 da Conjuntura Econômica), que havia variado de 2,7% a 5,3% ao mês no período janeiro-maio de 1974, caiu para 1,9% em junho, 1,2% em julho e 1,2% em agosto.

agravar-se, desta vez para o lado oposto, mostrando mais uma vez a fraqueza do open market brasileiro. Com a redução dos meios de pagamento pela redução das reservas cambiais<sup>(1)</sup> e o persistente superavit no Tesouro Nacional<sup>(2)</sup> (a grande inflação do primeiro semestre elevou a receita do Tesouro, cujo orçamento fôra previsto considerando uma inflação de 15% para 1974), a meta de crescimento dos meios de pagamento em 35% para o ano de 1974 ficou ameaçada. O open market mostrou-se incapaz de injetar recursos no sistema no volume necessário em virtude do reduzido volume de LTN em circulação. O saldo de LTN em circulação, que era de Cr\$ 19.801 milhões em junho, caiu para Cr\$ 16.200 milhões em setembro,<sup>(3)</sup> injetando na economia apenas Cr\$ 3.601 milhões, quando a queda nas reservas cambiais havia retirado Cr\$ 5.721 milhões no mesmo período e o superavit do Tesouro, que era de Cr\$ 5.344 milhões<sup>(4)</sup> em setembro, precisava ser anulado até 31 de dezembro, conforme previsto no Orçamento Monetário para 1974.<sup>(5)</sup> Se o saldo das reservas cambiais não caísse mais e o superavit do Tesouro não aumentasse, o open market teria que injetar recursos, pelas LTN,<sup>(6)</sup> no valor de Cr\$ 11.065 milhões (5.721 + 5.344) nos três meses seguintes. Em setembro, o saldo de LTN em circulação era de Cr\$ 16.200 milhões, e iria cair para Cr\$ 5.135 milhões em dezembro, o que não era possível, pois desorganizaria todo o mercado

- 
- (1) Segundo o Fundo Monetário Internacional, o saldo das reservas cambiais do Brasil, que era de US\$ 6.516 milhões em junho, caiu para US\$ 5.701 milhões em setembro. International Financial Statistics, volume XXVIII, nº 1, janeiro de 1975, p.67, linha 1. Houve uma redução, no período, de US\$ 815 milhões que, à taxa de câmbio de agosto (Cr\$ 7,02), representa Cr\$ 5.721 milhões.
- (2) O superavit do Tesouro, que era de Cr\$ 4.899 milhões em junho, aumentou para Cr\$ 5.344 milhões em setembro. Boletim do Banco Central, volume 10, nº 11, novembro de 1974, p. 125, linhas ST1 e ST2.
- (3) Boletim do Banco Central, volume 10, nº 11, novembro de 1974, p.67, linha 7B.
- (4) Vide notas anteriores.
- (5) Conforme apresentado em 7-5-1974.
- (6) A carteira livre de ORTN dos Bancos Comerciais é extremamente reduzida.

monetário, que ficaria sem títulos para negociar.

A impossibilidade de se resolver o problema através do open market levou o Governo a lançar mão de medidas de emergência no mês de outubro, como: a Resolução 303 do Banco Central, que liberava parte dos depósitos compulsórios; o aumento dos empréstimos do Banco do Brasil; o adiamento do prazo para recolhimento do Imposto sobre Produtos Industrializados; a linha especial de crédito para as Finanças; e outras medidas de menor efeito.

Todo o problema reside na baixa taxa de Juros das LTN, que impediu o aumento do volume de LTN em circulação já em 1973.

Recente medida do Governo, restabelecendo a subscrição de ORTN, vem comprovar nossa afirmação. Em agosto de 1974 as subscrições de ORTN foram suspensas em virtude dos altos percentuais de correção monetária previstos para os meses seguintes,<sup>(1)</sup> que incentivavam a subscrição desses papeis. Como a subscrição era livre, no Banco do Brasil, o público iria fazer subscrições em massa o que, além de desviar recursos dos papeis privados, retiraria de circulação grande volume de cruzeiros, fato contrário à política menos restritiva do segundo semestre.

Através da portaria nº 29 de 23-1-1975 do Ministério da Fazenda e do Comunicado GEDIP nº 318 do Banco Central o governo restabeleceu a subscrição de ORTN, desta vez com sistemática diferente. As subscrições, em vez de serem realizadas no Banco do Brasil, sem controle do Banco Central, passam a ser feitas no Banco Central, uma vez por mês, somente através de instituições financeiras e mediante proposta, com a mesma sistemática adotada para as LTN. Nota-se, desta forma, que

---

(1) A correção monetária das ORTN é defasada de 6 meses em relação aos índices de preços por atacado, (IPA), que a determinam. Assim, os altos percentuais de crescimento no IPA durante o primeiro semestre iriam determinar uma alta correção monetária no segundo semestre. A fórmula de cálculo para a correção monetária atualmente utilizada permite saber-se o valor nominal das ORTN com três meses de antecedência. Assim, em julho de 1974 já se sabia qual seria a correção monetária para os meses de agosto, setembro e outubro. Com uma correção de 4,4%, 4,8% e 3,7%, respectivamente, muito superior à renda dos outros papeis, era natural que a subscrição se fizesse em volume muito grande. A respeito das fórmulas de cálculo do valor nominal das ORTN veja Conjuntura Econômica, volume 28, nº 12, dezembro de 1974, pp. 92 a 95, e Paulo Caldeira de Freitas - "Fórmulas de Cálculo do Valor Nominal das ORTN", trabalho realizado para o Departamento de Estudos de Mercado Aberto do Banco Itaú S.A., não publicado, Junho, 1974.



há um desejo deliberado das Autoridades Monetárias de transformarem as ORTN novamente em instrumento do open market, já que as LTN não corresponderam às expectativas, em virtude da taxa de juros fixa e politicamente administrada, em época de recrudescimento da inflação. Como a maior parte do rendimento das ORTN é correspondente à correção monetária, a maior parcela da renda desse papel não está sujeita à política de taxa de juros. Com uma correção monetária prevista em torno de 20 a 25% para 1975, mais os juros de 4 a 6% ao ano, as ORTN deverão ter uma renda, em 1975, em torno de 24 a 31%, bem superior à das LTN, o que deverá permitir às Autoridades Monetárias dinamizar novamente o mercado monetário. Como o valor nominal das ORTN é agora previsto com três meses de antecedência<sup>(1)</sup>, o Banco Central poderá utilizar as ORTN em operações de open market com acordos de recompra (semelhantes aos "repurchase agreements" do mercado monetário norte americano), pois os seus valores futuros (3 meses) são conhecidos.

A nova sistemática de subscrição das ORTN deixa entrever que as Autoridades Monetárias reconhecem o fato de não poderem continuar desenvolvendo o mercado monetário com um papel cuja renda é bastante inferior à inflação e recorrem a um papel de rentabilidade melhor capaz de ser aceito pelo público em grande quantidade de forma a levar a dívida pública brasileira a um volume tal que permita ao open market desempenhar o papel que lhe foi atribuído pelos "policy markers" brasileiros.<sup>(2)</sup>

---

(1) A partir de dezembro de 1972, ano em que o mercado monetário de LTN teve grande desenvolvimento, até março de 1974 inclusive, a fórmula de cálculo do valor nominal das ORTN foi alterada para uma forma que não permitia saber-se com antecedência o valor nominal. (veja Paulo Caldeira de Freitas, op.cit, pp. 6 a 9). Esta sistemática praticamente excluía as ORTN como instrumento de open market, o que não tinha muita importância pois as LTN estavam em expansão acelerada. Com o relativo fracasso das LTN e a volta à antiga fórmula de cálculo as ORTN poderão novamente ser introduzidas como instrumento de open market.

(2) Nos Estados Unidos, onde o open market é utilizado de forma bastante ativa, a dívida pública representa 25 a 30% do PIB. Veja International Financial Statistics (FMI) volume XXVIII, nº 1, Janeiro 1975, pp. 374 e 375, linhas 88 e 99b. No Brasil, em dezembro de 1973, representava apenas 9,9% do PIB. Veja Quadro X.

Quanto aos redescontos temos que analisá-los sob os dois aspectos: liquidez e direcionamento de crédito. O redesconto de liquidez tem sido utilizado como recurso de emergência para resolver eventuais problemas de liquidez dos Bancos Comerciais. A manipulação de sua taxa não tem sido utilizada como instrumento de política monetária, e seu volume tem os valores previstos no orçamento monetário, que é normativo. Se por algum motivo inesperado o volume de redescontos de liquidez ultrapassa os valores previstos no orçamento monetário, seu efeito sobre a base monetária é anulado através de outras variáveis. Sua taxa tem sido reduzida de acordo com as reduções compulsórias das taxas de juros para empréstimos, e seu volume tem sido previsto de acordo com as variações sazonais da liquidez. Seu papel tem sido importante na compensação das variações de liquidez.

Igualmente importante tem sido o desempenho do redesconto seletivo na subvenção do setor manufatureiro exportador, o que permitiu ao governo manter uma política cambial de supervalorização do cruzeiro em relação ao dólar. Esta questão é importante e merece uma análise mais detalhada. O incentivo às exportações de manufaturados através dos refinanciamentos foi criado pela Resolução 71 de 1-11-67. Essa resolução permitia que 10% do total dos redescontos fosse utilizado no refinanciamento de produtos manufaturados destinados à exportação. Sua procura foi grande, e as Autoridades Monetárias elevaram o teto para 20% em 27-2-1969 (Resolução 111). A partir daí o teto foi elevado sucessivamente: 30% em 18-8-1969 (Resolução 122); 40% em 18-2-1970 (Resolução 135); 50% em 22-4-1971 (Resolução 182), sendo que estes 10% a mais destinavam-se apenas a produtos de pequenas e médias empresas; e 65% em 23-7-1974 (Resolução 296), sendo 15% para pequenas e médias empresas. O seu sucesso foi notável. O saldo dessas operações atingiu, em dezembro de 1973, o valor estimado de Cr\$ 1.286 milhões. No ano de 1973 as exportações de manufaturados, exclusive café solúvel, atingiram o valor estimado de Cr\$ 1.366 milhões. Pode-se afirmar que, praticamente, quase todo o volume de exportações de manufaturados foi subsidiado pela Resolução 71 e posteriores.

Por outro lado, se estudarmos as variações na taxa cambial cruzeiro/dólar, verificamos que o cruzeiro tem permanecido supervalorizado em relação

ao dólar desde que se iniciou a política de mini-desvalorizações do cruzeiro (agosto de 1968). Em outras palavras, o cruzeiro não tem sido suficientemente desvalorizado em relação ao dólar para manter a mesma taxa de paridade daquela época.

Pela teoria da paridade do poder de compra, para manter-se no ano 1 a mesma paridade do ano 0 o cruzeiro deveria desvalorizar-se em relação ao dólar num percentual determinado pelo crescimento do índice de preços dos dois países, do ano 0 para o ano 1. Com um exemplo pode-se explicar mais claramente. Suponha-se que no ano 0 os índices de preços no Brasil e Estados Unidos fosse 100 e a taxa de câmbio fosse Cr\$ 1,00 - US\$ 1,00. Se os preços no Brasil subirem 22% e nos Estados Unidos 9% do ano 0 para o ano 1, os respectivos índices de preços passariam a ser 122 e 109. Para se manter a mesma paridade do ano 0, o cruzeiro deveria ser desvalorizado de  $122/109 = 1,119$  ou 11,9%. Com esta desvalorização manter-se-ia para o cruzeiro no ano 1 o mesmo poder de compra em relação ao dólar vigente no ano zero. Os produtos importados dos Estados Unidos custariam o mesmo em cruzeiros no Brasil e os produtos brasileiros custariam o mesmo em dolares nos Estados Unidos (não se considerando custo de transportes). Se a desvalorização do cruzeiro fosse inferior a 11,9%, os produtos importados dos E.U.A. ficariam mais baratos no Brasil e os produtos brasileiros exportados para os E.U.A. ficariam mais caros lá em termos de dolares. O inverso ocorreria se a desvalorização fosse superior a 11,9%. No caso da desvalorização inferior a 11,9% dir-se-ia que o cruzeiro estaria super valorizado em relação ao dólar e no caso da desvalorização superior a 11,9% dir-se-ia que o cruzeiro estaria subvalorizado em relação ao dólar<sup>(1)</sup>.

De agosto de 1968 a julho de 1974 (Quadro XIII) a desvalorização do cruzeiro em relação ao dólar foi inferior à que deveria ter ocorrido para manter a mesma paridade do poder de compra do cruzeiro. Se tomarmos como base a taxa de câmbio vigente em agosto de 1968 (Cr\$ 3.650)<sup>(2)</sup> como a taxa de câmbio de paridade, e os índices de preços por atacado como os mais representativos do

---

(1) Raciocinamos em termos de mercado norte-americano porque esse é o maior mercado isolado para os nossos produtos de exportação.

(2) Pela teoria da paridade do poder de compra, a escolha dessa base é arbitrária, como seria qualquer outra, mas serve aos propósitos de nossa análise.

comercio externo dos dois países, podemos calcular as taxas de câmbio de paridade ano a ano. Comparando-se essas taxas de paridade com as taxas vigentes nos mesmos períodos, podemos saber se o cruzeiro tem sido mantido super ou sub valorizado em relação ao dólar.

QUADRO XIII

TAXAS DE CÂMBIO CRUZEIRO/DÓLAR (TAXA PARA VENDA)

M E S	I.P.A BRASIL	I.P.A. E.U.A.	COEF.DE REAJUSTE	TAXA DE CÂMBIO DE PARIDADE (I)	TAXA DE CÂMBIO EFETIVA (II)	DIFERENÇA % $\frac{(I)-(II)}{(I)} \times 100$
AGO/68	159,5	92,9	-	3,650	3,650	0
DEZ/68	170,5	92,9	1,0690	3,902	3,830	+ 1,85%
DEZ/69	203,2	98,0	1,2077	4,408	4,350	+ 1,32%
DEZ/70	240,7	100,2	1,3991	5,107	4,950	+ 3,07%
DEZ/71	292,3	104,1	1,6354	5,969	5,635	+ 5,60%
DEZ/72	338,9	110,9	1,7799	6,497	6,215	+ 4,34%
DEZ/73	391,6	128,4	1,7764	6,484	6,220	+ 4,07%
JAN/74	401,7	132,8	1,7618	6,430	6,340	+ 1,40%
FEV.	412,6	135,4	1,7748	6,478	6,455	+ 0,36%
MAR.	431,7	137,1	1,8340	6,694	6,455	+ 3,57%
ABR.	456,5	138,3	1,9225	7,017	6,555	+ 6,58%
MAI.	474,6	140,4	1,9688	7,186	6,555	+ 8,78%
JUN.	482,8	141,0	1,9943	7,279	6,815	+ 6,37%
JUL.	487,0	146,5	1,9361	7,066	6,885	+ 2,56%
AGO.	492,8	151,6	1,8933	6,910	7,020	- 1,59%
SET.	501,4	151,4	1,9289	7,040	7,130	- 1,28%
OUT/74	509,6	154,0	1,9274	7,035	7,220	- 2,63%

FONTES : IPA - Brasil : Conjuntura Economica

IPA - E.U.A. : Internacional Financial Statistics (FMI)

De agosto de 1968 a julho de 1974 o cruzeiro foi mantido supervalorizado, como se pode ver pelo Quadro XIII. A política de supervalorização só foi invertida a partir de agosto de 1974, quando se subvalorizou o cruzeiro em 1,59%. Esta medida foi necessária para resolver o problema do deficit no Balanço de Pagamentos, que se avolumava, sem perspectivas de melhora a curto prazo em virtude do aumento do preço do petróleo.

A política de supervalorização do cruzeiro de agosto de 1968 a julho de 1974 fez com que, nesse período, os produtos importados ficassem relativamente mais baratos no mercado brasileiro e os produtos brasileiros de exportação ficassem relativamente mais caros no mercado externo. Vejamos o porque de se adotar essa política e como foi possível mantê-la.

Para fazer com que a economia crescesse a altas taxas era preciso trazer poupança externa (capitais externos para investimento e empréstimos) que garantisse uma alta taxa de investimento. Desvalorizações do cruzeiro abaixo do necessário para manter a taxa de câmbio na paridade teriam o efeito de baratear o custo dos empréstimos para o tomador nacional (veja Quadro XVIII), aumentando a sua procura, já que pelo lado da oferta havia abundância de capitais no mercado internacional. Por outro lado, o país necessitava de bens de capital importados que, com essa política, ficavam relativamente mais baratos, facilitando sua importação. Além disso, essa medida reduzia os efeitos da inflação importada.

No lado das exportações, era preciso que o país as aumentasse também a taxas altas, para que se mantivesse a capacidade de receber capitais externos ao longo do tempo. A política de supervalorização do cruzeiro destimularia as exportações, encarecendo o produto brasileiro no mercado externo. O preço do café (principal produto primário de exportação) estava começando a subir no mercado internacional<sup>(1)</sup>, e não haveria problemas com a sua exportação. A nova política só dificultaria a exportação de produtos manufaturados, setor em que a concorrência é grande e os custos de produção nos países desenvolvidos são baixos.

---

(1) Veja Conjuntura Economica - "26 Anos de Economia Brasileira", suplemento estatístico anexo ao volume 27, nº 12, dezembro, 1973, p. 61.

Para a economia continuar crescendo à taxa de 10% ao ano era conveniente continuar-se com a política de supervalorização do cruzeiro, mas havia, ao mesmo tempo, necessidade de se aumentar as exportações de manufaturados. A solução foi utilizar-se o instrumento do redesconto seletivo (ao lado de uma bateria de incentivos fiscais) para reduzir o custo do produto brasileiro através do refinanciamento a taxa de juros baixa. O resultado obtido com essa política foi no tável, e mostrou o que o uso desse instrumento pode representar para a política brasileira de desenvolvimento econômico e comércio exterior.

O que se pode discutir quanto ao acerto dessa política é o seu custo so cial, tanto quanto aos subsídios para a exportação de manufaturados, como quanto à manutenção de uma taxa cambial supervalorizada para facilitar importações. Vejamos primeiro o aspecto dos subsídios. Ao conceder subsídios às empresas produtoras de bens para exportação, o governo e a sociedade estão renunciando aos benefícios que poderiam ser obtidos com esses recursos se eles fossem investidos na infra-estrutura econômica e social do país, como hidroelétricas, estradas, siderúrgicas, etc. Quanto maior for a exportação de manufaturas subsidiadas, maiores serão esses custos. Além disso, quanto mais crescer a parcela de manufaturados no total das exportações, maior será o custo global médio da geração de divisas. Por outro lado, a manutenção dessa política de incentivos pode criar ineficiências crônicas no sistema produtivo, além de criar problemas no mercado consumidor externo, como as acusações de "dumping" e exportação subsidiada, à medida que cresce a participação brasileira no mercado internacional de manufaturas.

A respeito da taxa cambial supervalorizada para facilitar importações, podemos fazer dois comentários. O primeiro, quanto à importação de bens de capital (equipamentos, etc), é que não se sabe até que ponto é melhor subsidiar exportações e facilitar a importação de bens de capital em vez de promover a substituição de importações de certos tipos de equipamentos, para os quais a indústria nacional já disponha de padrões razoáveis de eficiência. Quanto à importação de matérias primas, a manutenção de uma taxa cambial supervalorizada reduz o efeito da inflação importada sobre o custo do produto brasileiro que utiliza aquelas matérias primas. Mas, mais cedo ou mais tarde a taxa de câmbio terá que ser desvalorizada, por que os incentivos não podem ser concedidos indefinidamente, e aí a inflação importada (reprimida) irá se refletir no custo dos produtos

brasileiros, a menos que até a desvalorização cambial o preço dessas materias primas tenha caído no mercado internacional.

Ainda com respeito à taxa cambial supervalorizada para facilitar importações, a manutenção de uma taxa supervalorizada transfere renda do setor agrícola exportador para o setor industrial como um todo. Na medida em que se mantém uma taxa de câmbio supervalorizada, favorece-se as importações de bens de capital que serão utilizados pelo setor industrial e a importação de materias primas que serão transformadas pelo mesmo setor. Por outro lado, a manutenção dessa taxa de câmbio supervalorizada desfavorece as exportações, tanto de manufaturados como de produtos primários. Com a taxa supervalorizada, o setor agrícola exportador recebe menor volume de cruzeiros por dólar exportado do que se a taxa fosse a de paridade. O mesmo ocorre com o setor manufatureiro exportador. Mas este recebe subsídios, o que reduz o seu custo, e permite-lhe receber um volume líquido em cruzeiros equivalente àquele que receberia se a taxa de câmbio fosse a de paridade. O que ocorre é que se tira renda do setor agrícola em favor do setor industrial. O setor agrícola recebe menos cruzeiros por suas exportações e o setor industrial paga menos cruzeiros por suas importações (tanto de bens de capital como de materias primas para transformação) e, o setor industrial que exporta recebe subsídios para compensar a menor receita líquida de suas exportações. O setor que suporta esse esquema é o agrícola exportador, que tem parte de sua renda transferida para o setor industrial através do mecanismo da taxa cambial.

A respeito do depósito compulsório precisamos analisá-lo quanto aos diferentes aspectos que o seu uso tem assumido. Primeiramente, quanto ao uso de sua taxa de recolhimento como instrumento para expansão ou contração dos meios de pagamento. Até agosto de 1969, quando o open market ainda não havia sido implantado definitivamente, e estava ainda em fase de estudos com algumas experiências práticas, a taxa de recolhimento compulsório foi utilizada como instrumento com vistas ao controle dos meios de pagamento. Como se pode ver pelo Quadro XIV, abaixo, entre dezembro de 1967 e agosto de 1969 a taxa foi alterada 6 vezes. A partir de agosto de 1969, quando o open market passou a ser implantado definitivamente, o compulsório deixou de ser utilizado como instrumento de controle da oferta de moeda, tendo sido passada essa tarefa to

talmente para as operações de open market. A taxa se estabeleceu ao nível de 27% para a zona mais desenvolvida e 18% para a zona menos desenvolvida (Quadro XIV). Apenas em outubro de 1974, quando havia necessidade de expandir os meios de pagamento e o open market não apresentava mais possibilidades, é que se utilizou novamente o compulsório com a Resolução 303 (11/10/74), liberando imediatamente parcela do compulsório em moeda equivalente a 2% dos depósitos sujeitos a recolhimento compulsório, porém sem alterar a taxa global de 27%. Como instrumento para a contração de meios de pagamento, o compulsório não é utilizado desde 1968.

QUADRO XIV

-

TAXAS DE RECOLHIMENTO COMPULSÓRIO

TAXAS DE RECOLHIMENTO: % sobre depósitos	DATAS DE ALTERAÇÃO DAS TAXAS						
	5-12-67	5-4-68	5-8-68	5-11-68	5-12-68	5-8-69	16-01-73
ZONA MAIS DESENVOLVIDA							
Depósitos à vista	25	30	27	28,5	30	27	27
Depósitos a prazo	4	10	9	9,5	10	9	-
ZONA MENOS DESENVOLVIDA							
Depósitos à vista	16	20	18	19	20	18	18
Depósitos a prazo	4	5	4,5	4,75	5	4,5	-

FONTE : Banco Central - Relatório 1969 (p. 40) e Relatório 1973 (pp.94 e 95)

É de se destacar a utilização do compulsório no financiamento da dívida pública interna da União, que vem se fazendo de forma crescente depois que o compulsório deixou de ser um instrumento ativo para a expansão ou contração de meios de pagamento. Pelo Quadro X7 verifica-se que em 1968 (até novembro), apenas 20% do total do compulsório poderia ser aplicado em ORTN, enquanto que a partir de março de 1970 esse percentual já era de 55%. A parcela em moeda, que



era de 70% em 1968 (até novembro), reduziu-se para 45% em março de 1970. Pelo Quadro XVI verifica-se que em 1965 apenas 3% do total de ORTN em circulação estava aplicado pelos Bancos como alternativa ao recolhimento compulsório. Esse percentual foi crescendo ano a ano até chegar a 44,5% em 1973.

QUADRO XV

COMPOSIÇÃO PERCENTUAL DO COMPULSÓRIO

COMPOSIÇÃO % DO RECOLHIMENTO	DATAS DE ALTERAÇÃO NA COMPOSIÇÃO		
	5-4-68	5-11-68	5-3-70
Em moeda (mínimo)	70	60	45
Em ORTN (máximo)	20	40	55
Em aplicações rurais e bonus agrícolas (máximo)	10	10	-

FONTE : Banco Central - Relatório 1973 (pp. 94 e 95).

QUADRO XVI

PARTICIPAÇÃO DO COMPULSÓRIO EM ORTN NO TOTAL DE  
ORTN EM CIRCULAÇÃO

Saldos em Cr\$ Milhões

A N O S	COMPULSÓRIO EM ORTN (A)	ORTN EM CIRCULAÇÃO (B)	$\frac{(A)}{(B)} \times 100$ %
1964	-	41	0%
1965	13	430	3,0%
1966	102	1.401	7,3%
1967	391	2.482	15,8%
1968	956	3.491	27,4%
1969	1.881	5.881	32,0%
1970	3.106	9.412	33,0%
1971	4.166	11.565	36,0%
1972	5.493	15.975	34,4%
1973	9.312	20.944	44,5%

FONTE : Banco Central - Relatório 1973 (p. 185)

Quanto à utilização do compulsório como direcionador do crédito, seus resultados não podem ser muito expressivos se levarmos em consideração o total dos recursos envolvidos nos investimentos e financiamentos ao setor privado, como se pode ver pelo Quadro XVII.

QUADRO XVII - APLICAÇÕES DO COMPULSÓRIO DOS BANCOS COMERCIAIS E EMPRÉSTIMOS AO SETOR PRIVADO PELO SISTEMA FINANCEIRO

Saldo em Cr\$ Milhões				
E M P R É S T I M O S A O S E T O R P R I V A D O				
PARA CAPITAL DE GIRO E OUTROS		PARA INVESTIMENTO		
D A T A	Pela Resolução 295 (antiga 130) só Capital de Giro	Por Empréstimos do Sistema Financeiro	Pela Resolução 250 (antiga 184)	Por Empréstimos do Sistema Financeiro
DEZEMBRO/72	550	109.627	138	43.364
DEZEMBRO/73	777	168.601	172	67.979

FONTE : Banco Central - Relatório 1973 (p.68)

De qualquer forma, as Resoluções 295 e 250 representam pelo menos algum recurso canalizado para as pequenas e médias empresas a juro baixo principalmente se levarmos em consideração que os Bancos Comerciais são obrigados a aplicarem em recursos próprios à mesma taxa de juros parcela equivalente à descontada do compulsório, o que dobra os valores do Quadro XVII. A Resolução 251, embora tenha sido baixada em 15-3-73, até dezembro daquele mesmo ano não havia canalizado recursos para as empresas comerciais exportadoras nacionais porque até aquela data ainda não havia sido criada nenhuma empresa desse tipo.

Sobre os efeitos da Resolução 141 (atualmente 266 de 15-10-73), não podemos analisar o remanejamento de agências para áreas pioneiras em virtude de não dispormos de dados cronológicos. No entanto, é de se supor que surta algum efeito.

É importante observar o caracter que se tem dado ao instrumento das reservas mínimas (compulsório) no Brasil, diferentemente de outros países. Enquanto na maioria dos países desenvolvidos se utiliza o instrumento das reservas mínimas exclusivamente para a contração ou expansão da oferta monetária, no Brasil esse contrôlo ficou a cargo do open market, enquanto o compulsório assumiu um caracter de financiador da dívida pública e direcionador do crédito e dos serviços bancários.

Quanto à manipulação do custo e prazo mínimo dos empréstimos externos como instrumento de política monetária, seu uso foi feito, mas talvez com algum atraso. Devido à pequena desvalorização cambial ocorrida em 1972 (10,29% entre dezembro/71 e dezembro/72) e à desvalorização quase nula em 1973 (0,08% entre dezembro/72 e dezembro/73), o custo dos empréstimos externos reduziu-se bastante ficando muito aquém do custo de um empréstimo interno, como se pode ver pelo Quadro XVIII, a seguir:

QUADRO XVIII - CUSTO DOS EMPRÉSTIMOS EXTERNOS EM 1972 E 1973

I T E N S D O C U S T O	CUSTO % EM 1972	CUSTO % EM 1973
taxa de juros externa	10,0%	10,0%
spread	1,5%	1,5%
taxa de aceite do Banco	4,0%	4,0%
Imp. de renda s/juros	2,9%	2,9%
desvalorização cambial	10,3%	0,1%
T O T A L	28,7%	18,5%

FONTE : Banco Itaú S.A.

Com esses custos (embora calculados de forma grosseira, servem ao nosso proposito), muito inferiores ao custo dos empréstimos bancários internos, que eram superiores a 30%, os empréstimos externos passaram a ter grande procu

ra. Como o prazo mínimo era pequeno, e os países fornecedores de capitais não apresentavam déficits em seus Balanços de Pagamentos, não houve problemas com a oferta e os empréstimos externos começaram a vir em grande quantidade, US\$ 1.558 milhões de janeiro a junho de 1972 e US\$ 1.285 milhões de julho a setembro do mesmo ano, contra US\$ 1.433 milhões em todo o ano de 1970 e US\$ 2.037 milhões em todo o ano de 1971, como se pode ver pelo Quadro XIX. Em maio de 1972 foi estabelecido o prazo mínimo de 5 anos, aumentado para 6 anos dois meses depois. Essa medida não surtiu efeito, pois de julho a setembro entraram mais US\$ 1.285 milhões. Em outubro a Resolução 236 elevou o custo em mais 6% por obrigar uma retenção de 25% sobre o contravalor em cruzeiros. Mas nem por isso os empréstimos deixaram de vir, pois de outubro a dezembro de 1972 entraram mais US\$ 1.456 milhões. Em todo o ano de 1972 entraram US\$ 4.299 milhões e em julho de 1973 a pressão sobre os meios de pagamento já era grande, pois entraram de janeiro a junho mais US\$ 2.392 milhões. Esta pressão sobre os meios de pagamento não era compatível com o crescimento dos preços desejado para 1973 (12%). A solução, nos parece, veio tardiamente, e causou um impacto numa economia já muito super aquecida. O prazo mínimo foi aumentado para 8 anos em junho e 10 anos em julho. Estas medidas não devem ter surtido muito efeito (a crise internacional do petróleo ainda não havia começado), pois em agosto a Resolução 265 aumentou a retenção do contravalor em cruzeiros para 40%.

QUADRO XIX

ENTRADAS DE EMPRÉSTIMOS EXTERNOS

P E R Í O D O S				Valores em US\$ Milhões
1970	-	Jan.	- dez.	1.433
1971	-	Jan.	- dez.	2.037
1972	-	Jan.	- jun.	1.558
1972	-	Jul.	- set.	1.285
1972	-	Out.	- dez.	1.456
1972	-	Jan.	- dez.	4.299
1973	-	Jan.	- jun.	2.392

FONTE : Boletim do Banco Central , vol. 9, nº 11, novembro 1973, pp. 10 a 15, item 45.

Em fevereiro de 1974, para resolver um aperto de liquidez, a Resolução 279 eliminou a retenção de 40% sobre o contravalor em cruzeiros. Mas, como os países fornecedores de capital já experimentavam déficits em seus Balanços de Pagamentos pelos altos preços do petróleo, e o prazo mínimo ainda permanecesse em 10 anos, os capitais não afluíram. Em setembro de 1974, como as reservas cambiais já haviam caído para US\$ 5.859 milhões (conforme estimativa do Banco Central), e a pressão sobre os meios de pagamento (reduzindo) já fosse grande, o prazo mínimo foi novamente reduzido para 5 anos. Como até setembro a desvalorização cambial já houvesse atingido 14,7%, encarecendo muito o empréstimo externo, o Banco Central através da Resolução 305 (13-9-74) reduziu o imposto de renda sobre os juros desses empréstimos de 25% para 5%, reduzindo o seu custo total. Ao mesmo tempo, a Resolução 309 aumentou o custo do empréstimo interno (Bancos de Investimento) para 36% com o objetivo de dar maior competitividade aos empréstimos do exterior, numa tentativa de reduzir a queda nas reservas cambiais e diminuir sua pressão negativa sobre os meios de pagamento.

A crítica que se faz a respeito dessa política, é que a manipulação do custo e do prazo mínimo dos empréstimos externos deveria seguir o mesmo gradualismo da política de mini-desvalorizações. Alterações de grande magnitude em períodos espaçados no tempo tendem a causar distorções no sistema econômico. Com uma política gradualista poder-se-ia ter evitado a excessiva entrada de empréstimos ocorrida em 1972 e 1973, que causou um crescimento nos meios de pagamento além do previsto e super-excitou a economia. O aumento do prazo mínimo para 10 anos (20-7-73) e a retenção de 40% sobre o contravalor em cruzeiros do empréstimo (Resolução 265/31-8-73), foram medidas que poderiam ter vindo gradualmente ao longo do tempo. Com isso ter-se-ia evitado a excessiva entrada de empréstimos e a crise de liquidez que se sucedeu àquelas medidas.

Estes são os principais comentários que se pode fazer à forma como tem sido conduzida a política monetária recentemente no Brasil. Para os próximos 5 anos, conforme previsto no II PND, não deverá ser mudada a orientação geral dessa política. O principal objetivo será o combate à inflação. O crescimento dos meios de pagamento deverá ser estabelecido no Orçamento Monetário de

acôrdo com o crescimento previsto para o produto e os preços. O orçamento monetário continuará sendo a norma para as Autoridades Monetárias, e o open market o principal instrumento utilizado para contrabalançar os desvios em torno das metas daquele orçamento. Nesse sentido, o mercado monetário deverá continuar sendo desenvolvido, e os outros instrumentos continuarão com seu caracter seletivo, sendo apenas auxiliares no contrôlle dos meios de pagamento.

BIBLIOGRAFIA - COMENTADA

ACKLEY, Gardner - "Macroeconomic Theory", Maruzen Company Limited, Tokio, 1961.

Dentro do assunto que interessa ao tema deste trabalho, Ackley explica a base da Teoria Quantitativa (pág. 113), posteriormente analisando-a como uma teoria da demanda (pág. 138), e introduzindo a versão de Wickse11 (pág. 148). Destaca as diferenças entre a política monetária e a política fiscal (pág. 164) e analisa a influência da administração de uma dívida pública com operações no mercado aberto (pág. 198).

X ALVES, José Brito - "A Programação das Reservas e os Instrumentos de Política Monetária", in "A Economia Brasileira e suas Perspectivas", APEC Editora, Rio de Janeiro, março 1974.

Explica como se processam as transferências de reservas interbancárias nos Estados Unidos comparando-as com as do sistema brasileiro. Advoga para o Brasil o mesmo sistema de encaixe compulsório médio mínimo a ser mantido na conta de depósitos voluntários na Autoridade Monetária, ao invés do depósito compulsório separado, base para a posterior transformação do sistema brasileiro num sistema nos moldes dos países mais desenvolvidos. Aponta todas as vantagens do novo sistema. Em anexo fornece as normas sobre reservas mínimas vigorantes nos Estados Unidos, Inglaterra, Alemanha e Canadá.

ANDERSON, Clay J. - "Fiscal-Monetary Policies: What Mix?", in "Money, Banking and Monetary Policy: Readings in Domestic and International Policy", Harold R. Williams e Henry W. Woundenberg, Harper and Row Publishers, New York, 1970.

Descreve as políticas monetária e fiscal que podem ser adotadas e quais os seus principais instrumentos. Tece considerações sobre uma composição entre Política Monetária e Política Fiscal como instrumento para atingir a estabilidade econômica. Comenta os problemas de implementação, sugere composições entre as duas políticas para atingir determinados objetivos e apresenta as limitações à eficácia dessa política.

BAER, Werner - Isaac KERSTENETZKY - Annibal V. VILLELA - "As Modificações 'no Papel do Estado na Economia Brasileira", in "Paineis Internacionais sôbre Desenvolvimento Socio Economico", diversos autores, APEC/BNDE, Apec Editora S.A; Rio de Janeiro, 1974.

Analisa as circunstâncias que levaram o governo brasileiro a se envolver cada vez mais nas atividades economicas do país; descreve, quantitativa e qualitativamente, o atual grau de intervenção do Estado na economia; analisa as implicações dessa intervenção no planejamento e na execução da política economica e faz algumas especulações sôbre a possível evolução futura do sistema economico brasileiro.

BOOPMAN, John T. e Thomas M. HAVRILESKY - "Money Supply, Money Demand, and Macroeconomic Models", Allyn and Bacon, Inc., Boston, 1972.

Neste livro pesquisamos apenas o capítulo sôbre a Teoria Quantitativa da Moeda, que apresenta os pontos principais das teorias de Irving Fisher, A.C. Pigou, Alfred Marshall e J. M. Keynes, e o ensaio "Factors Affecting the Level of Interest Rates", de Milton Friedman.

✕ BRANDÃO, Carlos - "Relatório da Gerência da Dívida Pública do Banco Central-1972", Banco Central do Brasil, Brasília, 1973.

A par da descrição do mercado de troca de reservas interbancárias, de comentários sôbre os fatores que afetam as reservas bancárias e sôbre a influência das operações de open-market na política monetária brasileira em 1972, desenvolve um estudo pioneiro no Brasil na área monetária, apresentando novos conceitos de meios de pagamento com a introdução de novas variáveis, dando-lhe um conceito mais amplo.

CAMARGO, José Francisco - "Política Economica", Editora Atlas S.A., São Paulo, 1967.

Define Política Economica e apresenta os seus objetivos, classificando-os em:



objetivos de curto prazo, de longo prazo e objetivos menores. Mostra quais os instrumentos que podem ser utilizados, bem como as relações existentes entre os meios utilizados e os objetivos.

CHANDLER, Lester V. - "Some Issues in Federal Reserve Discount Policy", in "Money, Banking and Monetary Policy: Readings in Domestic and International Policy", Harold R. Williams e Henry W. Woundenberg, Harper and Row Publishers, New York, 1970.

Comenta a política de redescontos do Federal Reserve System. Critica as sugestões de outros economistas que pretendem suprimir o sistema de redescontos ou mudá-lo para taxas variáveis. Defende a sua continuação afirmando basicamente que o redesconto é um absorvedor de choques no âmbito restrito de cada Banco e que a atual política dá liberdade de ação ao Federal Reserve System.

X CHIESA, Dirceu Antonio - "Open-Market - O grande Mercado", Livraria Sulina Editora, Porto Alegre, 1973.

Livro escrito com o intuito de informar o empresário brasileiro sobre as vantagens de operar no open-market. Fornece histórico geral e do caso brasileiro. Descreve os tres tipos de instrumentos de política monetária utilizados no Brasil e o mercado de transferência de reservas federais. Descreve as relações de subordinação existentes entre os diversos órgãos do Sistema Financeiro Nacional. Dá as características das Letras do Tesouro Nacional e conceitua os mercados primário, secundário, monetário e de capitais.

COCHRAN, John A. - "Money, Banking, and the Economy", The Macmillan Company, New York, 1971.

O livro divide-se em tres partes, iniciando com as instituições, passando para a teoria e finalizando com os problemas da política economica. Inicia com uma introdução sobre os conceitos de moeda e os Bancos Comerciais; o fluxo de fundos, suas fontes e usos. Na segunda parte estuda as teorias monetária e da renda. Na terceira, estuda os problemas da política monetária norte-americana, seus

instrumentos, coordenação e impacto. Finaliza estudando a política fiscal, a administração da dívida pública, o Balanço de Pagamentos, o crescimento econômico e a inflação.

X CONTADOR, Claudio R. - "Desenvolvimento Financeiro, liquidez e substituição entre ativos no Brasil; a experiência recente", in Revista "Pesquisa e Planejamento Economico" (IPEA), volume 4, nº 2, junho 1974.

Discute os impactos das mudanças ocorridas no mercado de capitais brasileiro (crescimento dos estoques dos principais ativos financeiros) sobre os critérios convencionalmente adotados para a política monetária e fiscal no Brasil. Com esse objetivo testa o grau de substituição entre os ativos não monetários entre si e entre eles e a moeda, chegando a conclusões interessantes como a de que a substituição entre Depósitos a Prazo e Cadernetas de Poupança é perfeita, o que implica no fato de que qualquer conceito mais amplo de moeda que inclua os Depósitos a Prazo deve incluir também as Cadernetas de Poupança.

X COX III, William N. - "The Money Supply Controversy", in "Money, Banking and Monetary Policy: Readings in Domestic and International Policy", Harold R. Williams e Henry W. Woundenberg, Harper and Row Publishers, New York, 1970.

Apresenta de forma bastante simples e clara a atual controversia a respeito do papel da moeda, entre os keynesianos e os monetaristas, apontando quais os pontos de vista básicos de cada grupo.

DUESENBERY, James S. - "Introdução à Teoria Monetária", Zahar Editores, Rio de Janeiro, 1966.

Nos dois últimos capítulos comenta a política anti-cíclica de "opor-se ao vento" do Sistema Federal de Reserva norte-americano no período de 1953 a 1963, descrevendo a política adotada em cada ciclo e seus efeitos. Descreve e comenta os principais objetivos da política econômica do Sistema Federal de Reserva, e os conflitos entre os objetivos.

ECHEVARRIA, Juan - "Teoria del Dinero y del Comercio Internacional", Editorial Tecnos S.A., Madrid, 1963.

Estuda a formulação mais simples da Teoria Quantitativa antes de passar à versão da Escola de Cambridge (Marshall, Pigou, Robertson e Keynes). Estuda, posteriormente, a recolocação da teoria feita por Milton Friedman. Em um apêndice define as funções e operações do Banco Central, formas de intervenção e operações de open-market, com exemplos numéricos quantificando a intervenção das Autoridades Monetárias. Apresenta algumas limitações do open-market.

FERREIRA, Edesio Fernandes - "Programação Monetária a Curto Prazo no Brasil", in Revista Brasileira de Economia, volume 27, nº 2, abril/junho, 1973.

Trabalho de pesquisa que se compõe de duas partes. Na primeira apresenta um modelo de programação monetária a curto prazo, que é a base para a elaboração dos Orçamentos Monetários utilizados pelas Autoridades no planejamento quantitativo da moeda e do crédito, dentro do programa de estabilização adotado pelo governo. Apresenta a metodologia e uma apreciação das variáveis e parâmetros envolvidos.

Na segunda parte apresenta os resultados de pesquisa efetuada no Departamento Econômico do Banco Central e tenta equacionar as limitações a serem superadas no aprimoramento da técnica de programação.

FERREIRA, Edesio Fernandes - "Administração da Dívida Pública e Política Monetária no Brasil", Trabalho apresentado ao I Seminário Interamericano de Política Monetária e Administração da Dívida Pública, realizado no Rio de Janeiro de 11 a 15.02.1974.

Ressalta a importância da dívida pública para que a política monetária possa atingir seus objetivos. Analisa o comportamento da dívida brasileira a partir do fim do século passado até nossos dias, explicando como foi possível a sua grande elevação nos últimos 10 anos.

Na segunda parte, a mais importante, esclarece como é levada a efeito a administração monetária no Brasil, através do Orçamento Monetário, e como, através de um modelo de expansão monetária, podem ser controladas as variáveis para que

estas acompanhem o que foi previsto no Orçamento.

X FRÉITAS, Paulo Caldeira de - "Formulas de Cálculo do Valor Nominal das ORTN", não publicado, trabalho executado para o Departamento de Estudos de Mercado Aberto do Banco Itaú S.A., Junho de 1974.

Fornece, com exemplos, tôdas as formulas utilizadas no cálculo do valor nominal das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional - ORTN, desde sua criação até hoje. Dá ênfase aos artifícios utilizados no cálculo do valor nominal, pelos seus responsáveis (Conselho Nacional de Economia, depois Ministério do Planejamento, e hoje Secretaria de Planejamento da Presidência da República), para fazer com que o valor nominal crescesse o mínimo possível. Conclui mostrando que se o valor nominal tivesse sido calculado até hoje sempre com a mesma formula a partir de 1964 e sempre com os Índices de Preços por Atacado-disponibilidade interna, o valor nominal para abril de 1974 seria 8,2% maior do que o oficial.

FRIEDMAN, Milton - "Monetary Theory and Policy", in "Inflation - Selected Readings", editado por R.J. Ball e Peter Doyle, Penguin Books, England, 1969.

Faz um pequeno histórico do pensamento monetário de antes da depressão de 30 aos dias atuais, concluindo que, ao contrário do que diziam os discípulos de Keynes, o dinheiro importa e importa muito, e que a experiência recente tem produzido um renascimento do interesse pela moeda. Apresenta a moderna versão da Teoria Quantitativa como um resultado dessa recente experiência. Conclui afirmando que a política monetária norte-americana deveria se preocupar apenas em manter o crescimento da oferta de moeda no mesmo nível do crescimento do Produto, sem se preocupar em contrabalançar a instabilidade no curto prazo.

FRIEDMAN, Milton - "Modern Role of Monetary Policy", in "Money and Banking : Theory, Analysis and Policy", S. Mittra, Random House, New York, 1970.

Critica a opinião de Keynes de que a Grande Depressão nos Estados Unidos não poderia ser evitada pela política monetária. Ao contrário, afirma Friedman,

durante a Depressão as Autoridades Monetárias seguiram uma política deflacionária reduzindo os meios de pagamento de um terço, do início ao fim da Depressão. Afirma que a Grande Depressão é uma trágica testemunha do grande poder da política monetária. Continua, descrevendo o que a política monetária não pode fazer, o que pode fazer, e como deveria ser conduzida.

FRIEDMAN, Milton - "Rules versus Authority in Monetary Policy", in "Money, Banking and Monetary Policy: Readings in Domestic and International Policy", Harold R. Williams e Henry W. Woundenberg, Harper and Row Publishers, New York, 1970.

Critica as ideias keynesianas e afirma que a evidência prática de alguns países, atualmente, produziu um renascimento do interesse pela política monetária. Explica que duas forças se combinaram para produzir uma contra-revolução às ideias keynesianas. Uma das forças foi a análise acadêmica das ideias de Keynes que demonstrou uma falácia lógica em uma de suas principais proposições. A outra foi a própria força bruta dos acontecimentos. Após comentar esses pontos passa a explicar a moderna versão da Teoria Quantitativa e os principais fatores que afetam a procura de moeda. Conclui afirmando que a ação das Autoridades Monetárias nos últimos anos tem sido, na realidade, desestabilizadora, e que há necessidade de que deixe de o ser (nos Estados Unidos).

FRIEDMAN, Milton - "Have Monetary Policies Failed?", in American Economic Review, maio, 1972.

Procura explicar que a política monetária não falhou nos últimos 3 anos (1969/71, nos EUA), analisando-se-a do ponto de vista científico. Seu efeito foi o que se poderia esperar. O que estava errado era a política adotada, e não os seus efeitos. A política monetária não falhou, o que provocou a falha foi a aplicação de uma política errônea.

GALBRAITH, John Kenneth - "Combate à inflação exige urgência e coragem", publicado no "O Estado de São Paulo", em 29-9-1974.

Mostra que as medidas tradicionais não surtirão efeito no combate à atual inflação. Como agora, no fim do século XX, há poderosas empresas e fortes sindicatos influenciando os preços, a velha política econômica não surtirá o efeito desejado. Se os preços fossem determinados exclusivamente pela lei da oferta e procura, a política monetária seria eficiente. Quando os preços são determinados por empresas muito poderosas, com grande influência no mercado, o controle da demanda através da política monetária não é eficaz.

Defende o aumento de impostos e o controle de preços e salários como as medidas corretas para o atual caso. Mas, devem ser controlados apenas os preços das empresas que interferem no mercado, não os das pequenas empresas, que têm seus preços determinados pela lei da oferta e procura. Da mesma forma, não deveriam ser também controlados os salários que não são cobertos por um contrato sindical.

GALVEAS, Ernane - "O Banco Central e a Execução da Política Monetária", Banco Central do Brasil, setembro, 1968.

Inicia com um estudo da inflação para terminar explicando a atuação do Banco Central no combate à inflação. Aborda a Teoria Quantitativa da Moeda; o processo de multiplicação da moeda pelo sistema bancário; monetaristas e estruturalistas, quanto às causas da inflação; inflação de custos e inflação de procura. Explica a função básica do Banco Central e os instrumentos por ele utilizados para assegurar o equilíbrio monetário, tanto interno quanto externo.

GURLEY, John G. - "Have Fiscal and Monetary Policies Failed?", in American Economic Review, maio, 1972.

Explica que as políticas monetária e fiscal não devem ser julgadas dentro do contexto dos objetivos "nacionais", tais como pleno-emprego e estabilidade de preços, e sim dentro do contexto de que o objetivo primordial de todos os governos capitalistas é a preservação e fortificação do capitalismo. Isto quer dizer que o objetivo final é o bem estar das empresas, particularmente dos

gigantes comerciais, industriais e financeiros. As políticas monetária e fiscal, portanto, devem ser julgadas pelo seu sucesso em aumentar o lucro daquelas empresas.

Mostra também que o fato crucial para a compreensão da necessidade premente das novas políticas econômicas tem sido a redução dos lucros daquelas empresas nos últimos 5 anos. E que no período de após guerra os lucros dessas empresas tem sido ameaçados por forças nacionais (nos EUA) e internacionais, como o crescente poderio econômico e militar dos países comunistas, o crescimento espetacular dos principais competidores capitalistas dos EUA (Japão, Alemanha Ocidental e Mercado Comum), e a crescente habilidade dos sindicatos norte-americanos em obter aumentos de salários além dos aumentos de produtividade.

HANSEN, Alvin H. - "Monetary Theory and Fiscal Policy", McGraw - Hill Book Company, Inc., New York, 1949.

Faz um estudo da teoria macroeconômica e procura mostrar o papel desempenhado pelas políticas monetária e fiscal. Mostra a importância do dinheiro na teoria do produto como um todo, mas evita supervalorizar a importância do dinheiro na economia, como têm feito alguns economistas. Mostra o que a política monetária pode e não pode atingir e o seu papel suplementar como um auxílio à política fiscal, mostra a maneira de integrar as políticas monetária e fiscal em períodos de depressão ou inflação, como pré-requisitos para assegurar uma economia estável.

HORVITZ, Paul M. - "Monetary Policy and the Financial System", Prentice-Hall, Inc., New Jersey, 1969.

Analisa a Teoria Quantitativa como equação de trocas, equação das transações e equação dos saldos de caixa. Descreve em detalhes os três principais instrumentos de política monetária nos Estados Unidos: taxa de desconto, reservas mínimas e operações com obrigações do governo, além do controle seletivo e da persuasão moral. Mostra quais são os objetivos da política monetária e como a ação dos instrumentos afeta a economia como um todo até atingir o objetivo, analisando tanto do ponto de vista da teoria quantitativa como da renda. Em um

capítulo específico analisa a política monetária atuando numa economia aberta ao resto do mundo, resolvendo os problemas do Balanço de Pagamentos.

JOHNSON, Harry G. - "Teoria Monetária e Política Monetária", in "Panorama da Moderna Teoria Económica - Moeda, Juros e Bem - Estar", American Economic Association e Royal Economic Society, Editora Atlas S.A., São Paulo, 1973.

Descreve o recente desenvolvimento havido na teoria e política monetárias com base em estudos empíricos desenvolvidos por economistas contemporâneos como Milton Friedman, J. G. Gurley, E. S. Shaw, Patinkin, Metzler, e outros. Conclui que existem duas tendências dominantes. Uma é a tendência no sentido de formular a teoria monetária como parte da teoria do capital. A outra é a efetivação de testes e medições das relações monetárias.

JORDAN, Jerry L. - "Analytical Use of the Monetary Base", in "Money and Banking: Theory, Analysis and Policy", S. Mittra, Random House, New York, 1970.

Dá o conceito de "base monetária" e explica que esta pode ser controlada pelo Federal Reserve System e diretamente influenciada por suas ações. Sendo um indicador monetário, torna-se útil para o Federal Reserve nas operações de open-market.

McDOUGAL, Duncan M. e Thomas F. DERNBURG - "Macroeconomia", Editora Mestre Jou, São Paulo, 1971.

Livro texto de macroeconomia.

MERKLEIN, Helmut - "Macroeconomics", Wadsworth Publishing Co., Belmont, California, USA, 1972.

Dois capítulos relacionam-se diretamente com o tema de nosso trabalho. O capítulo 11 trata da política monetária explicando como pode agir o Federal Reserve System (Fed) para estimular uma economia em depressão (gráficamente) ou combater uma economia inflacionária. Discute o problema da defasagem na ação da



política monetária e da quantificação dessa política. O capítulo 14 demonstra o processo de criação da moeda pelo sistema bancário e como o Fed pode controlar o total de meios de pagamento através dos seus instrumentos. Explica a estrutura e funcionamento do Fed e do sistema bancário norte-americano.

NEWLYN, W. T. - "Teoria Monetária", Editora Pioneira, São Paulo, 1969.

Capítulo : "Política Monetária".

Faz uma delimitação do campo de ação da política monetária quanto aos objetivos da política econômica. Apresenta uma série de medidas monetárias e seus efeitos. Como a ação sobre a taxa de juros é comum a todas as medidas, faz um extenso estudo a respeito dos efeitos da manipulação da taxa de juros.

Capítulo : "O Mercado Cambial".

Estuda o aspecto monetário das transações internacionais. Os efeitos do Balanço de Pagamentos sobre a situação monetária interna e os efeitos dos fatores monetários sobre o Balanço de Pagamentos.

PASSOS, Carlos de Faro - "Estrutura Financeira e Desenvolvimento - O caso do Brasil", Editora Atlas S.A., São Paulo, 1973.

O livro é dividido em três partes. Na primeira analisa a evolução do sistema bancário brasileiro entre 1945 e 1965. Na segunda descreve a estrutura financeira criada pela Lei da Reforma Bancária e, na terceira parte, mostra a evolução do sistema financeiro como um todo, desde o número de instituições em funcionamento à composição dos principais haveres financeiros.

PASTORE, Affonso Celso - "Observações sobre a Política Monetária no Programa Brasileiro de Estabilização", Tese de Livre Docência, Universidade de São Paulo, 1973.

Constrói um modelo da inflação no Brasil mostrando quais as variáveis explicativas da inflação brasileira. Faz profunda análise da política monetária no Brasil, discutindo-a dentro da teoria do financiamento do processo de cresci-

mento via inflação.

PASTORE, Affonso Celso - "Aspectos da Política Monetária Recente no Brasil", trabalho para discussão, Instituto de Pesquisas Econômicas, Universidade de São Paulo, 1974.

Mostra que a taxa de crescimento do índice geral de preços depende de variações presentes e passadas da taxa de expansão monetária, dos reajustamentos salariais e cambiais, e que as defasagens de resposta dos preços são relativamente longas. Faz uma avaliação da eficácia da política monetária brasileira, identificando os instrumentos utilizados para a redução gradual da taxa de expansão monetária ao longo do tempo.

PASTORE, Affonso Celso - "A Oferta de Moeda no Brasil - 1961/72", trabalho para discussão, Instituto de Pesquisas Economicas, Universidade de São Paulo, 1974.

Inicialmente, define a composição da base monetária no Brasil e faz uma exposição de como evoluiu historicamente o sistema bancário brasileiro. Em seguida estuda o multiplicador dos meios de pagamento, decompondo-o nas diversas variáveis. Estuda o comportamento e a influência relativa do multiplicador e da base na explicação da oferta de moeda. Finaliza com um estudo das causas do crescimento da base monetária.

~~X~~ PESEK, Boris P. e Thomas R. SAVING - "Foundations of Money and Banking", The Macmillan Company, New York, 1968.

Além das matérias tradicionalmente tratadas em livros texto de moeda e bancos, este apresenta a vantagem de discutir a economia como um todo (oferta agregada e procura agregada) e os efeitos que a ação do dinheiro provoca nessa economia, quando a maioria dos livros trata apenas da ação do dinheiro sobre a procura agregada.

RIBEIRO, Casimiro A. - "Análise das Contas do Sistema Bancário", in "Princípios de Economia Monetária", Eugenio Gudin, Agir Editora, Rio de Janeiro, 1970.

Considerações a respeito da natureza das transações monetárias (como fluxos), sob o aspecto de sua interferência no mecanismo de criação e extinção de moeda. Consolidação das contas do sistema bancário e técnicas de análise. As transações com moeda que afetam e não afetam o total dos meios de pagamento.

RITTER, Lawrence S. e William L. SILBER - "Money", Basic Books, Inc., Publishers, New York, 1973.

Explica os problemas monetários de forma bastante simplificada. É um verdadeiro guia introdutório ao estudo da teoria e política monetárias. Comenta os pontos de vista keynesiano e monetarista, a eficácia das políticas monetária e fiscal, a inflação, a taxa de juros, a atuação do Federal Reserve, os objetivos de política econômica e a economia internacional.

ROBINSON, Joan - "A Segunda Crise da Teoria Econômica", tradução de conferência publicada em "The American Economic Review, maio 1972: Material de uso interno da Escola de Administração de Empresas de São Paulo, da Fundação Getúlio Vargas.

Explica a primeira crise da teoria econômica (depressão dos anos 30) como preparação do cenário para explicar a segunda crise. A sabedoria da ortodoxia neoclássica e keynesiana está em crise diante dos acontecimentos do mundo atual.

SAMUELSON, Paul Anthony - "Economics", International Student Edition, McGrawhill Kogakusha, Ltd., Tokyo, 1973, 9ª edição.

Livro texto de teoria econômica. Esta 9ª edição do famoso livro de Samuelson, totalmente revista, faz uma revisão do desenvolvimento da teoria econômica nos últimos anos, enfatizando os problemas ainda não resolvidos na moderna economia. O capítulo 42 (Winds of Change : Evolution of Economic Doctrines) faz um resumo da história do pensamento econômico, incluindo a evolução recente (os

liberais, os radicais e a crítica de Galbraith).

SHAPIRO, Eli - Ezra SOLOMON - William L. WHITE. - "Money and Banking", Holt, Rinehart and Winston, Inc., New York, 1968.

Livro geral sobre moeda e sistema bancário, estudando, desde a elementar definição de moeda e dos fatores que determinam o seu volume na economia até o efeito que a moeda produz na atividade econômica além do efeito da taxa de juros sobre o Produto Nacional e a influência do dinheiro nas taxas de juros. Estuda a recente experiência na formulação e execução da política monetária norte-americana. Na última parte analisa a política monetária internacional e o equilíbrio do Balanço de Pagamentos.

SHAPIRO, Edward - "Análise Macroeconômica", Volume II, Editora Atlas S.A., São Paulo, 1973.

Analisa a Teoria Quantitativa do ponto de vista dos economistas clássicos. Mostra como para os clássicos a oferta de moeda nada tinha a ver com a taxa de juros e como Keynes relacionou a oferta de moeda com a taxa de juros. Dentro da Teoria da inflação comenta a Teoria Quantitativa Moderna e a Teoria keynesiana. No último capítulo estuda de forma bastante interessante as políticas monetária e fiscal, seus objetivos, instrumentos, alcance e limitações.

SILVEIRA, Antonio M. da - "Mercado da Moeda e Política Econômica", in Revista de Administração de Empresas, volume 14, nº 1, fevereiro 1974, São Paulo.

Dá uma visão geral, embora muito resumida, do mercado da moeda e da participação do Governo nesse mercado. Utiliza a experiência da economia brasileira de 1948 a 1967 para ilustrar a fundamentação teórica. Analisa o problema nos dois aspectos da questão: a oferta de moeda e a procura de moeda. Em vários aspectos do raciocínio deixa entrever seu pensamento monetarista, seguindo as recentes ideias da Escola de Chicago, inclusive ao recomendar o uso de um único instrumento monetário.

SIMONSEN, Mario Henrique - "Inflação: Gradualismo X Tratamento de Choque", Apec Editora, Rio de Janeiro, 1970.

Faz, nos dois primeiros capítulos, interessante descrição e comentário sobre a política econômica do Governo brasileiro de 1964 a 1969, analisando ano a ano a política adotada e seus efeitos. Nos capítulos seguintes faz uma análise da Teoria Quantitativa, primeiro explicando as bases sobre as quais se assenta e depois apresentando e comentando as contribuições de Wicksell, Patinkin, Keynes e Friedman. Continua com uma descrição simples da economia keynesiana e uma análise da inflação de procura no contexto do modelo keynesiano para comprovar o núcleo de verdade da Teoria Quantitativa. Comenta a inflação de custos, a "mark-up inflation", a inflação setorial e o problema das crises de estabilização.

SIMONSEN, Mario Henrique - "Os Mecanismos de Expansão e Controle Monetário no Brasil", in "Princípios de Economia Monetária", Eugenio Gudin, Agir Editora, Rio de Janeiro, 1970.

Dá a composição dos meios de pagamento no Brasil. Define: papel moeda em circulação, papel moeda em poder do público, papel moeda emitido e volume de meios de pagamento. Analisa a influência na oferta monetária das variações nas operações ativas das Autoridades Monetárias; das variáveis de política monetária, tais como a relação encaixe/depósitos; e de variações nos hábitos da população, tais como manter uma maior ou menor proporção dos meios de pagamento sob a forma de depósitos nos Bancos Comerciais.

SIMONSEN, Mario Henrique - "Macroeconomia", Apec Editora, Rio de Janeiro, 1974.

Livro geral de macroeconomia que mostra, em capítulo específico, como são definidos e calculados os meios de pagamento no Brasil, apontando quais os tipos de operações que criam e destroem meios de pagamento. Mostra também como as Autoridades Monetárias podem controlar os meios de pagamento através da Base e do Orçamento Monetários. Conclui com exercícios numéricos de orçamento monetário. Em capítulo sobre a teoria neoclássica, trata da teoria quantitativa da

moeda da mesma forma como foi tratada em sua obra anterior "Inflação: Gradualismo X Tratamento de Choque". No segundo volume, o capítulo sobre a teoria monetária keynesiana faz um resumo das contribuições de Keynes e Friedman para a teoria monetária.

SIMONSEN, Mario Henrique e Roberto de Oliveira CAMPOS - "A Nova Economia Brasileira", Livraria José Olympio Editora, Rio de Janeiro, 1974.

Reunião de ensaios dos dois autores tratando dos problemas e desafios da nova economia brasileira. Simonsen analisa as diretrizes básicas da política econômica adotada a partir de 1964, a política anti-inflacionária, a imaginação reformista, o esforço educacional, e os desafios do desenvolvimento. Campos volta-se para os aspectos político-sociais e para a moldura institucional do Brasil presente, tratando da arrancada e dos impasses do desenvolvimento, das atitudes político-sociais e sua influência no modelo brasileiro, da experiência brasileira de planejamento, da moldura política nos países em desenvolvimento, e da opção política brasileira.

SMITH, Warren L. - "The Instruments of General Monetary Control", in "Money, Banking and Monetary Policy: Readings in Domestic and International Policy", Harold R. Williams e Henry W. Woundenberg, Harper and Row Publishers, New York, 1970.

Comenta os tres tipos de instrumentos utilizados pela política monetária norte americana. Analisa suas formas de atuação e seus efeitos. Apresenta diversas sugestões de renomados economistas no sentido de alterar o atual sistema, como a de Milton Friedman, que advoga dever ser o redesconto eliminado. O autor conclui afirmando que, na sua opinião, os tres instrumentos deveriam ser transformados em um único instrumento de "reservas mínimas" sobre os depósitos à vista, uniforme para todos os Bancos, incluindo os não pertencentes ao Federal Reserve System.

STIGUM, Bernt P. e Marcia L. STIGUM - "Economia", Editora Edgard Blucher Ltda, São Paulo, 1973, Capítulos 29, 31, 33 e 40.

Descreve detalhadamente o funcionamento do sistema bancário e do mercado monetário dos Estados Unidos, e a estrutura do Sistema Federal de Reserva.

Analisa o processo de determinação do preço no mercado monetário. Focaliza as operações da política monetária norte-americana dentro do contexto das instituições financeiras e monetárias dos Estados Unidos. Analisa os diversos efeitos de uma política monetária tanto expansionista quanto restritiva. Descreve a política monetária restritiva ocorrida nos Estados Unidos de 1963 a 1966 e os efeitos que trouxe para a economia do país.

X SUPPLY, Eduardo Matarazzo - "Por que sobem as taxas de juros bancários", publicado no "O Estado de São Paulo", em 1-2-1970.

Procura mostrar que a taxa de juros é o preço do crédito e não o preço do dinheiro. A tendência a confundir crédito com dinheiro leva a se acreditar que um aumento na quantidade de dinheiro tenderá a reduzir as taxas de juros, e vice-versa. Mas, a evidência empírica mostra que há uma tendência para haver taxas de juros altas quando a quantidade de dinheiro está crescendo muito rapidamente; e para haver taxas de juros baixas quando a quantidade de dinheiro está decrescendo rapidamente ou crescendo de forma lenta.

Continua, mostrando que, segundo Milton Friedman, há tres tipos de efeitos que precisam ser distinguidos na análise teórica correta da relação existente entre a quantidade de dinheiro e as taxas de juros: o efeito liquidez; o efeito preço e renda; e o efeito das antecipações de preços.

Após a explicação de como atuam os tres efeitos, mostra que, segundo a análise teórica de Friedman, partindo-se de uma situação de relativa estabilidade monetária o aumento da taxa de crescimento da quantidade de dinheiro provocará, de início, uma diminuição da taxa de juros (efeito liquidez), depois um aumento subsequente (efeito preço e renda) que poderá contrabalançar a primeira baixa, e finalmente uma elevação para um nível mais alto da taxa de juros em relação ao original (efeito antecipação de preços).

SUPLICY, Eduardo Matarazzo - "A apresentação gráfica de um modelo macroeconômico a espiral inflacionária", in Revista Brasileira de Economia, volume 24, nº4, out/dez. 1970, pp. 219 a 246.

Constroi um modelo macroeconomico agregativo a curto prazo do tipo keynesiano, apresentando, num único modelo gráfico, a interação de todas as principais forças que afetam a procura e a oferta agregadas numa economia. Utiliza o modelo para explicar a espiral inflacionária preços-salários ou salários-preços. Mostra que tanto a política monetária quanto a política fiscal só permitem ao governo controlar a procura agregada e, para controlar as forças que afetam a oferta agregada, o governo tem que: de um lado, controlar os aumentos salariais; de outro, controlar os aumentos de preços das empresas que, em regime de concorrência imperfeita, procuram explorar ao máximo seu poder monopolista.

SUPLICY, Eduardo Matarazzo - "Os Novos Economistas Radicais nos Estados Unidos da America", in Revista de Administração de Empresas, volume 12, nº 4, outubro/dezembro 1972.

Apresenta o pensamento dos novos economistas radicais dos Estados Unidos, e faz um resumo do livro "O Futuro do Capitalismo Americano", do Prof. John G. Gurley, que indica o que está acontecendo com o capitalismo americano e qual poderá ser o seu futuro, afirmando que haverá uma intervenção crescente do Estado na vida economica da nação, para defender o capitalismo americano, atualmente pressionado, segundo Gurley, pela expansão do mundo comunista, pelo crescimento espetacular dos principais competidores capitalistas dos EUA (Japão, Alemanha Ocidental, Mercado Comum, principalmente), e pela crescente habilidade dos trabalhadores norte-americanos em obter aumentos de salários maiores do que os ganhos em produtividade.

THORN, Richard S. - "Monetary Theory and Policy - Major Contributions to Contemporary Thought", Random House, New York, 1966.

Seleção de artigos escritos nos últimos 20 anos demonstrando o desenvolvimento havido no pensamento monetário contemporâneo. Os artigos abrangem diversas â-



reas da teoria monetária, como: demanda monetária, oferta de moeda, taxa de juros e política monetária e seus instrumentos. O autor inicia cada uma das partes do livro com uma introdução mostrando as relações entre os pontos de vista expostos em cada artigo e apontando os antecedentes para posteriores considerações.

TIMBERGEN, J. - "Introdução à Teoria da Política Económica", Cia. Editora Forense, Rio de Janeiro, 1972.

Concentra-se na discussão da política económica governamental, classificando-a em dois tipos: política quantitativa e política qualitativa. Distingue os objetivos em condicionais e não condicionais, conforme o seu maior ou menor grau de prioridade. Constrói modelo quantitativo para medir a intervenção na economia.

WALTERS, A.A. - "Money and Banking - Selected Readings", Penguin Books Ltd, Middlesex, England, 1973.

Coletânea de artigos que discutem os principais pontos do debate entre os keynesianos e os monetaristas, como: o papel da moeda; como a oferta monetária afeta o Produto Real, os preços, a taxa de juros, a poupança e o investimento na economia. Este livro apresenta importantes artigos como "Of Money" de David Hume, escrito em 1752, e a moderna versão da teoria quantitativa da moeda em "The Quantity Theory of Money" de Milton Friedman. Apresenta também uma apreciável crítica aos modernos monetaristas feita pelo Prof. Nicholas Kaldor, em "The New Monetarism", dentre outros.

WHITTLESEY, Charles R - Arthur M. FREEDMAN - Edward S. HERMAN. - "Money and Banking - Analysis and Policy", The Macmillan Company, New York, 1968.

Além dos conceitos elementares sobre moeda e Bancos, faz um histórico do sistema bancário norte-americano a partir de 1791. Dá a estrutura e as funções do Federal Reserve System e os instrumentos de política monetária. Faz uma intro-

dução à análise monetária e fiscal, começando pela Teoria Quantitativa nos seus vários aspectos; a determinação da renda, a função consumo, a função investimento, a taxa de juros, a inflação e as políticas monetária e fiscal dos Estados Unidos, dividindo em períodos. Finaliza com um sumário sobre o comércio internacional e o equilíbrio no Balanço de Pagamentos.

WILLES, Mark H. - "Lags in Monetary Policy", in "Money and Banking: Theory, Analysis and Policy", S. Mittra, Random House, New York, 1970.

Analisa de forma genérica as defasagens entre o momento em que há necessidade de ação e os efeitos da política monetária. Divide a defasagem em duas fases: interna e externa. A fase interna é dividida também em duas fases: a de reconhecimento da necessidade de ação e a fase da ação propriamente dita. A fase externa seria a das alterações na economia em virtude da mudança na política.

WRIGHTSMAN, Dwayne - "An Introduction to Monetary Theory and Policy", The Free Press, Macmillan, New York, 1971.

Faz perfeita descrição do funcionamento do Sistema Federal de Reserva norte-americano. Discute a Teoria Quantitativa da moeda dos pontos de vista de Irving Fisher, A. C. Pigou e Milton Friedman. Define os objetivos da política monetária e os instrumentos utilizados, discutindo o conflito entre os objetivos e as vantagens de cada instrumento. Finaliza discutindo a eficácia da política monetária norte-americana.

Conjuntura Economica - "Open-Market - Controle da Oferta Monetária", volume 24, nº 6, junho, 1970, pp. 79 a 83.

Faz breve explicação do que são as operações de open-market, e uma comparação entre os 3 tipos de controle monetário: "open-market", "redesconto" e "compulsório", mostrando as vantagens do primeiro e as desvantagens dos dois últimos.

Explica a experiência havida com as ORTN e o que são as LTN. Chama a atenção para o eficiente sistema de comunicações que deve ser criado para o perfeito

funcionamento do sistema, e de que forma serão distribuídos os títulos no mercado.

Conclui com uma breve explicação das vantagens do novo sistema para a política monetária do Governo, as empresas, o público e o sistema bancário.

Conjuntura Economica - "O Open-Market e o Mercado de Dinheiro", volume 25, nº4, abril, 1971, pp. 145 a 147.

Apresenta as operações de open-market como um novo instrumento de política monetária para as Autoridades Monetárias (As LTN haviam sido lançadas há menos de um ano). Fornece as características das ORTN e LTN e apresenta as causas do retardamento da implantação dessas operações no Brasil.

Explica o funcionamento das operações de open-market e sua utilidade no controle dos meios de pagamento e as vantagens advindas para o setor privado quanto à possibilidade de obtenção de rendimentos para os recursos ociosos de caixa, levando as empresas a uma melhor gestão financeira. Apresenta as vantagens para os Bancos que, com uma carteira de LTN, poderão melhor sanar suas deficiências de caixa em vez de recorrer aos redescontos, além da possibilidade da criação de um mercado de reservas interbancárias (hoje já em pleno funcionamento).

Critica o não fornecimento de dados pelo Banco Central, para que os Bancos possam melhor programar suas operações e a falta de um sistema de comunicações eficiente, imprescindível.

Conjuntura Economica - "Desenvolvimento do Sistema Financeiro Nacional", volume 26, nº 9, setembro, 1972, pp. 41 a 44.

Distingue dois mercados dentro do Sistema Financeiro: o mercado monetário e o mercado de capitais. Define as instituições que participam de cada um desses mercados.

Fornece as principais características do Sistema Financeiro Nacional antes de 1964 e após 1964.

Conjuntura Economica - "Títulos Federais - Domínio no Mercado Monetário", volume 26, nº 9, setembro, 1972, pp. 98 a 102.

Mostra o desenvolvimento do mercado de títulos federais no Brasil, e fornece as principais características e dados dos dois tipos de títulos utilizados na dívida pública brasileira: as ORTN e as LTN.

Conjuntura Economica - "As Operações de Open-Market no Brasil", volume 27, nº 1, Janeiro, 1973, pp. 56 a 60.

Apresenta, de forma resumida, informações sobre a implantação das operações de open-market no Brasil como instrumento de controle monetário.

Divide o período de implantação em 3 fases, explicando cada uma delas e enumerando os principais fatores de cada uma.

Finaliza com uma pequena análise do efeito do open-market sobre a política monetária, o mercado monetário, a taxa de juros e o financiamento do déficit governamental.

Conjuntura Economica - "Fatores de Expansão Monetária - Breve Retrospecto", volume 27, nº 1, Janeiro, 1973, pp. 72 a 74.

Analisa as causas da expansão monetária brasileira de 1962 a 1972, dividindo essa fase em quatro períodos:

1962/64 - período em que a causa foi a emissão de papel moeda para cobertura dos déficits do Tesouro Nacional.

1965/67 - período em que as principais causas foram: os superávits no Balanço de Pagamentos e a grande safra de café com exportações em menor escala.

1968/71 - período em que as principais causas foram: a expansão do crédito do Banco do Brasil ao setor privado e as operações cambiais das Autoridades Monetárias.

1972 - período em que a principal causa foi o crescimento das reservas cambiais e, em menor grau, a expansão dos empréstimos do Banco do Brasil e as operações do café.

Conjuntura Economica - "Balanço de Pagamentos e Oferta Monetária - Um Enfoque Didático", volume 27, nº 5, maio, 1973, pp. 62 a 65.

Apresenta um modelo numérico explicativo de como as alterações no Balanço de Pagamentos podem influir no estoque de moeda do país. Comprova a existência de relação direta entre o resultado do Balanço de Pagamentos externos e a criação de moeda interna. Esclarece como os efeitos expansionistas ou contracionistas das operações do setor externo podem ser neutralizados com facilidade, desde que o país disponha de instrumentos flexíveis de controle monetário e desde que os desequilíbrios no Balanço de Pagamentos não atinjam larga margem em curto espaço de tempo.

Conjuntura Economica - "A Política Monetária do Brasil", volume 27, nºs. 7, 8 e 9, julho, agosto e setembro, 1973, pp. 76 a 97, pp. 151 a 161, pp. 173 a 185, respectivamente.

Estuda as variações da política monetária adotada no Brasil, no período de 1947 a 1972, dividindo esse período em quatro partes:

1947/57 - o período de alto crescimento econômico convivendo com a inflação.

1958/61 - o período em que se originaram as violentas ondas inflacionárias que assolaram a economia brasileira até 1964.

1962/67 - período de inflação e estagnação.

1968/72 - a contenção da inflação conjuntamente com alto crescimento econômico.

Conjuntura Economica - "As operações de Open-Market, um Enfoque de Mercado", volume 27, nº 9, setembro, 1973, pp. 93 a 98.

Fornece as principais características das LTN, a forma como são negociadas no

mercado, inclusive em termos de rentabilidade e preço, e a forma como são efetuados os leilões desses títulos pelo Banco Central.

Conjuntura Economica - "A Política Monetária e o Crédito Bancário", volume 27, nº 11, novembro, 1973, pp. 64 a 66.

Explica porque as Autoridades Monetárias exercem controle mais efetivo sobre as atividades dos Bancos Comerciais do que sobre as instituições financeiras não bancárias, e como se processa o mecanismo de controle do crédito bancário pelas Autoridades, dividindo-o em controle direto e indireto. O controle direto pode ser exercido através da fixação de metas para a expansão dos empréstimos do Banco do Brasil ao setor privado; através da destinação de faixas para cada setor da economia; através da fixação de condições de prazos, garantias e taxas de juros; através da canalização de recursos de diversos fundos específicos; e, através da política de redescontos seletivos. O controle indireto se exerce através do efeito que a contração ou expansão dos empréstimos do Banco do Brasil ao setor privado exerce sobre o volume de depósitos do sistema bancário como um todo, ou através de efeitos sobre as reservas dos Bancos Comerciais, obtidos pela manipulação da taxa e volume do redesconto de liquidez, da taxa do depósito compulsório, e das compras e vendas de títulos federais junto ao mercado monetário.

Conjuntura Economica - "Bancos Centrais - Origem e Desempenho", volume 28, nº 4, abril, 1974, pp. 115 a 119.

Fornece histórico da origem dos Bancos Centrais em geral, e, em particular, do Banco Central do Brasil. Discute a antiga idéia de Banco Central independente do Governo e apresenta os pontos de vista de Harry G. Johnson e Milton Friedman, contrários à independência do Banco Central. Em seguida discute o poder dos Bancos Centrais de controlar a oferta de moeda através do controle da Base Monetária, apresentando o resultado de recentes pesquisas efetuadas nos Estados Unidos por economistas como Philip Cagan, ou Brunner e Meltzer, explicando as relações monetárias que influenciam a Base como: papel moeda em poder do público/depósitos à vista; depósitos a prazo/depósitos à vista; reservas compulsó-

rias/total dos depósitos; reservas livres/total dos depósitos.

Conjuntura Economica : "Câmbio e Comercio, as paridades do cruzeiro", volume 28, nº 5, maio de 1974, pp. 116 a 122.

Define o conceito de taxa de paridade do poder de compra. Calcula as taxas de paridade para o cruzeiro em relação às moedas dos países que são os principais mercados para os produtos brasileiros - Alemanha, Espanha, Estados Unidos, França, Italia, Japão, Países Baixos, Reino Unido e Suíça. Em seguida confronta-as com as taxas de câmbio vigentes, chegando à conclusão de que em dezembro de 1973, o cruzeiro achava-se supervalorizado em relação ao dólar e à libra e subvalorizado em relação às demais moedas estudadas. Conclui recomendando que o cruzeiro deveria voltar à condição de paridade em relação ao dólar norte-americano para que os produtos brasileiros ganhassem poder de concorrência no mercado daquele país, com o fim de solucionar parte do problema dos déficits na Balança Comercial.

Conjuntura Economica - "Políticas de Comercio Exterior", volume 28, nº 9, setembro 1974, pp. 59 a 61.

Faz um pequeno estudo da recente política brasileira de comercio exterior, analisando-a do ponto de vista do custo social.

Conjuntura Economica - "O Balanço de Pagamentos - um enfoque monetário", volume 28, nº 9, setembro 1974, pp. 49 a 51.

Apresenta o que se chama de enfoque monetário na análise do Balanço de Pagamentos, aplicando-o, depois, à atual conjuntura brasileira.

Conjuntura Economica - "Correção Monetária das ORTN - formas de cálculo", volume 28, nº 12, dezembro de 1974, pp. 92 a 95.

Fornece, com exemplos, todas as formulas utilizadas para o cálculo do valor no

minal das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional - ORTN, desde sua criação até o presente.

II PLANO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO, Relatório especial da "Gazeta Mercantil", São Paulo, 12-9-1974.

PROPOSTA DO ORÇAMENTO MONETÁRIO PARA 1974 - Banco Central do Brasil - Departamento Economico - Brasília - 07-05-1974.

RELATÓRIOS ANUAIS DO BANCO CENTRAL DO BRASIL - 1965 a 1973.

Comentários e dados sobre a economia e a política economica brasileiras de 1965 a 1973.