

## O controle monetário e a contribuição do *open market*

Peri Agostinho da Silva\*

O estudo analisa a viabilidade de utilizar as operações de mercado aberto como forma de ajuste da liquidez da economia, compreendendo o termo liquidez a oferta monetária  $M_1$  e os haveres não-monetários líquidos. Inicialmente, analisa-se o comportamento da oferta monetária no período de 1970 a 1977, levando em consideração os fatores explicativos da base monetária e do multiplicador, incluindo-se nesse estudo o desempenho dos instrumentos de política monetária. Verifica-se até que ponto a sofisticação financeira recente trouxe problemas adicionais para o controle monetário. A última parte trata das operações de mercado aberto como instrumento de controle dos haveres líquidos, utilizando-se a base monetária como variável operacional, e se avalia as dificuldades em se utilizar tal instrumento de política.

1. Introdução; 2. A oferta monetária; 3. As operações de mercado aberto e o controle monetário; 4. Conclusões e perspectivas.

### 1. Introdução

Nos últimos anos, as alterações introduzidas no mercado financeiro, quase sempre por iniciativa do Governo, propiciaram não só o aparecimento de novas instituições e instrumentos, mas acima de tudo geraram uma sofisticação financeira que, embora tenha permitido melhor remuneração dos recursos disponíveis, trouxe também dificuldades adicionais para o controle monetário, já que tornou mais complexo o relacionamento entre os agentes econômicos e a própria forma de atuação do Banco Central através dos instrumentos de política monetária.

Com relação à evolução financeira recente, a seguir são relacionados alguns aspectos de fundamental importância para melhor se compreender a dificuldade

\* Professor na Faculdade de Ciências Econômicas da UERJ.

em se utilizar as operações de mercado aberto como o principal (no sentido de mais rápido e flexível) instrumento de controle de moeda à disposição do Banco Central. Além disso, devem ser ressaltados outros fatores que também tiveram importância na explicação da excessiva expansão monetária que vem se verificando nos últimos anos, e que têm comprometido o combate gradualista da inflação.

1. A relação haveres monetários/haveres financeiros não-monetários declinou de 93,6% em 1964 para 34,6% em 1978. Apenas para se ter uma idéia do crescimento de alguns haveres não-monetários, pode ser dito que os depósitos de poupança (iniciados em 1968) tiveram crescimento real de 552% entre dezembro/72 e julho/77, enquanto as Letras do Tesouro Nacional (criadas em agosto/70) tiveram crescimento real de 274%, nesse mesmo período.

2. Estas informações ressaltam as profundas alterações porque vem passando a estrutura de liquidez dos agentes econômicos, através da substituição entre moeda ( $M_1$ ) e os haveres financeiros não-monetários. Inúmeros ativos financeiros têm ingressado na economia e, pelo rápido crescimento de seus volumes e ampliação de seus mercados secundários revelam, firmemente, que o público vem alocando sua riqueza em outras formas que não a moeda ( $M_1$ ). O excelente desempenho das Letras do Tesouro Nacional, depósitos de poupança, depósitos a prazo e acordos de recompra (principalmente o *overnight*) leva a crer que esses haveres são os melhores substitutos de moeda ( $M_1$ ), o que levanta o debate quanto ao que seja moeda nos anos recentes.

3. O desempenho não adequado dos depósitos compulsórios (que funcionou até final de 1975 como instrumento de crédito seletivo) e da assistência financeira (que não se limitou a recursos de última instância) fez com que esses instrumentos não desempenhassem seu papel de correção dos desvios da base monetária e do multiplicador monetário, o que contribuiu para a redução da operacionalidade do modelo de oferta monetária utilizado no Brasil.

4. A perda de operacionalidade do modelo monetário se manifesta através de vazamentos constantes na oferta monetária ( $M_1$ ) em relação ao programado no orçamento monetário e decorre, principalmente, do comportamento inesperado que vêm apresentando os parâmetros regidos pelas autoridades monetárias (basicamente o  $r$  e o  $r_2$ ) e que assumem a importante função de neutralizar o impacto das variações dos parâmetros regidos pelo público sobre o multiplicador, com vistas a torná-lo previsível e estável, consoante condição fundamental para se utilizar esse tipo de modelo.

Além disso, o desvio da base monetária tem sido substancial, a exemplo dos 12% em média no triênio 74/77 em comparação ao previsto no orçamento e que teve como principais responsáveis a expansão excessiva dos empréstimos do Banco do Brasil e as aplicações de fundos e programas administrados pelo Banco Central.

5. Como os bancos comerciais costumam ajustar a sua liquidez através de empréstimos junto às autoridades monetárias e não no mercado financeiro como seria o mais correto (através da compra e venda de haveres financeiros), coube às operações de mercado aberto (*open market*) cumprir a tarefa de ajustar todos os desvios do orçamento monetário, o que além de não considerar a sua própria limitação por se tratar de instrumento recente (implantado em agosto/70), subestima toda uma gama de imperfeições institucionais existentes no Brasil e que dificulta um melhor controle monetário.

Como se verá no desenvolver do estudo, os vazamentos ocorridos na base monetária são de elevada magnitude para serem corrigidos imediatamente por um só instrumento, além de caber também às operações de mercado aberto, segundo prevê o orçamento monetário, a função de neutralizar as alterações não esperadas do multiplicador.

As operações de mercado aberto se referem às compras e vendas de títulos públicos efetuadas pelo Banco Central com a finalidade principal de ajustar o nível de liquidez, podendo também influenciar a estrutura de taxas de juros desde que cumpridos certos pré-requisitos como o volume de títulos públicos em poder do mercado, a forma de distribuição desses títulos com relação aos demais haveres financeiros e entre instituições, assim como o tamanho e a composição da carteira do Banco Central, entre outros.

A proposição que aqui se faz é que a existência de substancial volume de títulos públicos, distribuídos em diversos prazos de vencimento (curto e longo prazos), permite ao Banco Central controlar o crescimento dos haveres não-monetários, via mercado, à medida que o retorno dos títulos públicos se torna atraente em relação à rentabilidade dos títulos privados. A elevação da rentabilidade dos títulos públicos, associada à menor liquidez dos concorrentes em decorrência das colocações sucessivas de títulos públicos, acarreta redução nas colocações de haveres financeiros não-monetários pelo setor privado. Com objetivo de política monetária, é admissível que a rentabilidade das LTN e das ORTN iguale ou mesmo supere a dos demais ativos financeiros.

O esquema de colocações sucessivas de títulos públicos para comprimir a liquidez da economia e tornar menos líquidos os demais haveres financeiros só é passível de êxito se houver um completo controle monetário, o que exige não só a harmonia entre os diversos instrumentos de política monetária e controle das operações do Banco do Brasil, mas principalmente a esterilização dos recursos retirados pelos papéis públicos com a finalidade de política monetária.

Admitida a possibilidade de serem os recursos retirados através da política monetária reciclados à economia, esta política se torna inócua, já que a permanente injeção de recursos exige cada vez maior colocação de títulos públicos, ao mesmo tempo que o sistema como um todo, e principalmente a caixa bancária, tem como se refazer do aperto inicial na liquidez.

O objetivo deste estudo, ainda que com alguma superficialidade, é verificar a validade de se utilizar as operações de mercado aberto como forma de ajuste da liquidez da economia, compreendendo o termo liquidez não só a oferta monetária ( $M_1$ ) mas também a parcela dos haveres não-monetários que se revelam substitutos da moeda ( $M_1$ ) com base em sua liquidez.<sup>1</sup>

Antes de se desenvolver a presente proposição, torna-se oportuno comentar, inicialmente, o comportamento da oferta monetária ( $M_1$ ) nos anos recentes e verificar até que ponto a sofisticação financeira que vem ocorrendo trouxe problemas adicionais para o controle monetário. Na etapa seguinte, procede-se ao exame dos fatores explicativos do comportamento da base monetária e do multiplicador. Inclui-se na análise anterior a atuação dos instrumentos de política monetária. A última parte se prende ao exame da possibilidade de se utilizar as operações de mercado aberto como instrumento de controle do crescimento dos haveres financeiros não-monetários, utilizando-se a base monetária como variável operacional.

## 2. A oferta monetária

### 2.1 *Comentários iniciais*

O estoque de moeda ( $M_1$ ) está ligado à base monetária ( $B$ ) através do multiplicador ( $k$ ). A magnitude do multiplicador depende fundamentalmente da proporção que a coletividade deseja manter entre moeda manual e o total de estoque de moeda e a taxa de reservas do sistema monetário. A validade do modelo depende da estabilidade do multiplicador e do controle sobre a base monetária.

$$M = k \cdot B \quad (1)$$

A expressão do multiplicador<sup>2</sup> da oferta de moeda ( $M_1$ ) é dada na forma a seguir, onde ( $f$ ) é relação papel-moeda em poder do público/total dos depósitos nos bancos comerciais, ( $\alpha$ ) é a participação dos depósitos à vista do público no total dos depósitos do público nos bancos comerciais, ( $r$ ) é a proporção do encaixe total dos bancos comerciais no total dos depósitos junto aos bancos comerciais, ( $\lambda$ ) é a proporção dos depósitos compulsórios que pode ser mantida em títulos públicos e ( $r_2$ ) é a relação total do encaixe compulsório/total dos depósitos nos bancos comerciais. O parâmetro ( $\beta$ ) é a relação entre o depósito do público no Banco do Brasil e nos bancos comerciais.

<sup>1</sup> Entende-se o termo liquidez como a capacidade de conversibilidade dos haveres financeiros em moeda ( $M_1$ ) com o menor custo de transação e o mais rápido possível. Dentro dessa concepção, liquidez é uma questão de grau e se aplica a todos os ativos financeiros.

<sup>2</sup> Refere-se ao multiplicador utilizado pelo Banco Central.

$$k = \frac{f + \beta\alpha + \alpha}{f + \beta\alpha + r - \lambda r_2}$$

Diferentemente do que ocorre na maioria dos países, onde a criação de moeda é feita apenas pelos bancos comerciais, no Brasil essa função é exercida também pelas autoridades monetárias. Essa característica derivou da forma como se efetuou a reforma bancária (Lei n.º 4.595, de 31 de dezembro de 1964), onde o Banco do Brasil acumulou funções de banco comercial e de agente financeiro do Tesouro Nacional e do Banco Central.

Tendo em conta que o Banco do Brasil recebe depósitos do público, as exigibilidades das autoridades monetárias detidas pelo público (base monetária) ficam acrescidas desses depósitos, tendo sido definidas por Pastore (1973b) e Fernandes (1974) pela soma dos seguintes elementos: volume dos depósitos à vista e a prazo do público no Banco do Brasil ( $D^{BB}$ ), caixa dos bancos comerciais ( $R_1^{BC}$ ), depósitos voluntários dos bancos comerciais no Banco do Brasil ( $R_2$ ), reservas compulsórias em moeda ( $R_3$ ) e do papel-moeda em poder do público ( $MP$ ), ou seja:

$$B = D^{BB} + R_2 + R_3 + R_1^{BC} + MP \quad (2)$$

Muito embora a oferta monetária ( $M_1$ ) dependa tanto da base ( $B$ ) quanto do multiplicador ( $k$ ), considerando um período de tempo maior (um ano), pode-se afirmar que a base é o fator dominante na explicação do comportamento do estoque de moeda. Contudo, deve ser reconhecido que, a curto prazo, a massa monetária pode diferir do programado como decorrência de variações não previstas no multiplicador e na própria base e que deverão ser corrigidos mais tarde.

O estudo da decomposição da taxa de variação da moeda<sup>3</sup> nas taxas de variação da base e do multiplicador, segundo a equação a seguir, permite avaliar a contribuição da base monetária no desempenho do estoque de moeda.

$$\frac{1}{M} \cdot \frac{dM}{dt} = \frac{1}{k} \cdot \frac{dk}{dt} + \frac{1}{B} \cdot \frac{dB}{dt}$$

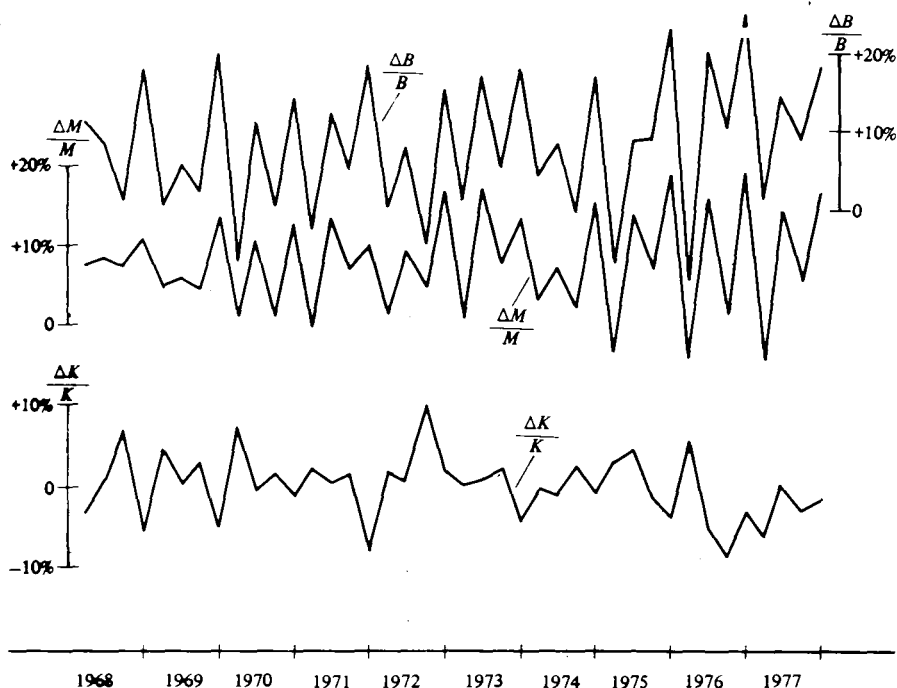
A tabela 1 nos chama a atenção para o fato de que, a partir de 1973, começa a se enfraquecer o relacionamento entre a base e a oferta monetária, devido não só aos desvios da base que se acentuaram a partir desta data, como principalmente em função das flutuações que vêm ocorrendo no multiplicador e que têm comprometido o controle monetário nos últimos anos. O ano de 1976 bem reflete essa situação, quando o estoque de moeda mostrou acréscimo de 9,72% em relação ao programado, em decorrência do aumento da base (21,11%), enquanto o multiplicador ficou em 9,4% inferior ao projetado no orçamento monetário.

<sup>3</sup> Incluiu-se o termo "interação" por terem sido utilizados acréscimos finitos.

Tabela 1  
Decomposição trimestral da oferta monetária

Período	$M$	$B$	$K = \frac{M}{B}$	$\frac{\Delta M}{M}$	$\frac{\Delta B}{B}$	$\frac{\Delta K}{K}$	Interação
Dez. - 1967	14,513	8,035	1,806	-	-	-	-
1968 - I	15,617	8,939	1,747	0,076	0,113	-0,033	-0,004
II	16,941	9,643	1,757	0,085	0,079	0,005	0,001
III	18,214	9,738	1,870	0,075	0,010	0,065	0,000
IV	20,174	11,411	1,768	0,108	0,172	-0,055	-0,009
1969 - I	21,155	11,451	1,847	0,049	0,004	0,045	0,000
II	22,473	12,081	1,860	0,062	0,055	0,007	0,000
III	23,586	12,343	1,911	0,050	0,022	0,027	0,001
IV	26,735	14,685	1,821	0,134	0,190	-0,047	-0,009
1970 - I	26,753	13,689	1,954	0,001	-0,068	0,073	-0,004
II	29,469	15,127	1,948	0,102	0,105	-0,003	0,000
III	29,950	15,092	1,934	0,016	-0,002	0,018	0,000
IV	33,638	17,161	1,960	0,123	0,137	-0,012	-0,002
1971 - I	33,374	16,620	2,008	-0,008	-0,032	0,024	0,000
II	37,799	18,629	2,029	0,133	0,121	0,010	0,002
III	40,524	19,680	2,059	0,072	0,056	0,015	0,001
IV	44,514	23,392	1,903	0,099	0,189	-0,076	-0,014
1972 - I	45,292	23,389	1,937	0,017	0,000	0,018	-0,001
II	49,703	25,300	1,965	0,097	0,082	0,014	0,001
III	52,110	24,099	2,162	0,048	-0,047	0,100	-0,005
IV	61,550	27,724	2,220	0,181	0,150	0,027	0,004
1973 - I	62,342	27,943	2,231	0,013	0,008	0,005	0,000
II	73,672	32,686	2,254	0,182	0,170	0,010	0,002
III	79,614	34,487	2,309	0,081	0,055	0,024	0,002
IV	90,490	40,776	2,219	0,137	0,182	-0,039	-0,006
1974 - I	93,857	42,564	2,205	0,037	0,044	-0,006	-0,001
II	100,885	46,232	2,182	0,075	0,086	-0,010	-0,001
III	103,574	46,283	2,238	0,027	0,001	0,026	0,000
IV	120,783	54,202	2,228	0,166	0,171	-0,004	-0,001
1975 - I	116,573	50,686	2,300	-0,035	-0,065	0,032	-0,002
II	133,144	55,039	2,419	0,142	0,086	0,052	0,004
III	143,819	59,901	2,401	0,030	0,088	-0,007	-0,001
IV	172,433	75,934	2,332	0,199	0,234	-0,029	-0,006
1976 - I	165,953	67,001	2,477	-0,038	-0,094	0,062	-0,006
II	192,791	80,833	2,385	0,162	0,206	-0,037	-0,007
III	196,521	39,403	2,198	0,019	0,106	-0,078	-0,009
IV	236,506	110,752	2,135	0,203	0,239	-0,029	-0,007
1977 - I	226,020	112,298	2,013	-0,044	0,014	-0,057	-0,001
II	260,524	128,873	2,022	0,153	0,143	0,004	0,001
III	277,492	140,909	1,969	0,065	0,093	-0,026	-0,002
IV	325,243	166,863	1,949	0,172	0,184	-0,010	-0,002

Figura 1  
Decomposição trimestral da oferta monetária



O exposto anteriormente assume extrema importância quando se atenta para o fato de que os parâmetros ( $f$ ,  $\beta$  e  $\alpha$ ) que dependem diretamente do público mostraram comportamento esperado, enquanto os demais ( $r$ ,  $\lambda$  e  $r_2$ ), que estão sob influência direta das autoridades monetárias, revelaram-se fora do esperado e condicionaram às flutuações do multiplicador. A possível explicação para esses fatos serão apresentadas, nos próximos itens, quando serão estudadas as causas da expansão da base e os parâmetros responsáveis pela menor previsibilidade do multiplicador.

## 2.2 Estudo do comportamento da base

### 2.2.1 Comentários iniciais

A partir de 1973, a base monetária passou a mostrar desvios cada vez maiores em relação ao programado no orçamento monetário, o que contribuiu para o enfra-

quecimento do controle monetário. Assim, o conhecimento das causas da expansão da base é importante, na medida em que esta é a principal responsável pelo comportamento da oferta monetária, a médio prazo.

Antes de efetuar a decomposição da taxa de expansão da base, torna-se oportuno fazer algumas observações gerais sobre as rubricas constantes do balanço consolidado das autoridades monetárias e que revelam a dificuldade em se acompanhar o desenvolvimento das contas do balanço. Maiores detalhes sobre as contas do consolidado das autoridades monetárias são encontrados no anexo.

1. No período de 1972 a 1977, constata-se modificações na forma de apresentação do balanço, onde profundas alterações ocorrem não só nos componentes, mas principalmente na forma de agrupamento dos diversos itens. Do lado ativo, destaca-se em 1975 a separação das contas cambiais das operações do Tesouro Nacional, tendo a primeira permanecido como operação ativa, dado que as autoridades monetárias são responsáveis pelas reservas externas, enquanto que a segunda foi deslocada para o passivo não-monetário, constituindo-se assim em fonte de recursos, já que as colocações de títulos públicos que se misturam com as operações do Tesouro têm como objetivo carrear recursos para o Tesouro Nacional.
2. A não consideração dos adiantamentos sobre contratos de câmbio (a partir de 1974) no orçamento monetário se constitui num forte vazamento, a curto prazo, dado que essas operações assumem montante elevado, uma vez que o Banco do Brasil é nitidamente comprador de câmbio. Mesmo a saída do Banco do Brasil do mercado interbancário (maio/75) não justifica essa medida, visto que as operações de câmbio com clientes (geralmente empresas públicas) colocam recursos novos na economia quando os adiantamentos são concedidos.
3. O crescimento da captação de recursos pelas autoridades monetárias, no período de 1971 a 1977 (crescimento médio de 62%) em comparação com a elevação nas aplicações (crescimento médio de 51%) mostram que as autoridades monetárias vêm absorvendo volumes de recursos cada vez maiores, muito embora as aplicações tenham superado a captação, tanto é que a base monetária se elevou de 37%, nesse mesmo período. O fato acima é refletido pela enorme gama de aplicações que surgem, a cada ano, e as diversas formas de captar recursos que as autoridades monetárias têm desenvolvido para atender a essas aplicações.
4. Com relação às formas de captação, cabe destacar os recolhimentos restituíveis (sobre importações, viagens, óleos combustíveis, soja) e a reserva monetária (IOF). A criação de inúmeros fundos e programas administrados pelo Banco Central e Banco do Brasil com objetivos específicos, nos chama a atenção, inicialmente, para o problema de alocação de recursos dentro da economia, tendo em conta que se trata de crédito dirigido. Por outro lado, constata-se que alguns desses fundos como o Pasep e o FESP se destinam a uma mesma finalidade, ou seja, financiar o capital de giro das pequenas e médias empresas.



5. Os recursos que alimentam esses fundos provêm de fontes internas e externas, cabendo destacar a flexibilidade de uso dos recursos entre os diversos fundos e programas. As inúmeras alternativas de aplicações desses recursos entre os fundos, que se positiva pela flexibilidade que apresenta, torna difícil a administração desses recursos e, conseqüentemente, a própria política monetária. O ano de 1976 (primeiro semestre) mostra a importância desse argumento, quando os fundos administrados pelo Banco Central aplicaram Cr\$ 16.790 milhões (crescimento de 91% sobre o 1.º semestre de 1975) e a captação situou-se em Cr\$ 12.312 milhões (180,8% acima do primeiro semestre de 1975), tendo sido absorvidos recursos externos e do Banco Central, além de internamente um fundo repassar recursos para o outro.

6. Ampliou-se a assistência financeira dos bancos comerciais para os intermediários não-bancários (Bancos de Investimento e Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento) através da Resolução n.º 374, de 9.4.76. Embora tenha sido oficializada, nessa data, seu verdadeiro início ocorreu quando do "Caso Halles" (1974) com as linhas de crédito abertas pelo Banco Central para ajustar as reservas dos bancos comerciais, enquanto houvesse perdas de depósito.

### 2.2.2 Decomposição dos fatores explicativos da base

Para se avaliar os fatores explicativos da base monetária torna-se necessário uma avaliação dos itens componentes do balanço consolidado das autoridades monetárias. A análise dos fatores explicativos do comportamento da base parte do seguinte:

$$B = \sum_{j=1}^n \cdot Bj$$

onde  $B$  é o total da base e cada  $Bj$  representa cada um dos fatores explicativos (as contas do ativo e do passivo não-monetário do balanço consolidado das autoridades monetárias). A variação sofrida pela base é o somatório das variações sofridas pelos componentes explicativos.

$$\Delta B = \sum_{j=1}^n \Delta Bj$$

$$\sum_{j=1}^n \cdot \frac{\Delta Bj}{\Delta B} = 1$$

onde o termo  $\frac{\Delta Bj}{\Delta B}$  representa a contribuição de cada componente na expansão total da base monetária. Esses componentes constam da tabela 4 e foram agru-

pados de forma diferente da constante no balancete consolidado, razão pela qual é explicada, no anexo, a sua formação. Dessa forma, a expansão de Cr\$ 6.289 milhões na base monetária, no último trimestre de 1973, dependeu 92% dos empréstimos do Banco do Brasil e 16% das contas cambiais. O débito líquido do Tesouro Nacional contribuiu para a expansão da base em 17%, enquanto os fundos e programas administrados pelo Bacen (outros) contraíram em 37% a base monetária.

Tomando como base os coeficientes de variação e correlação constantes da tabela 2, destacam-se os seguintes fatores como os principais responsáveis pelo

Tabela 2  
Fatores explicativos do comportamento da base monetária  
(1974 a 1977)\*

Variável	Média aritmética	Desvio-padrão	Coefficiente de variação	Correlação c/ a base
Base monetária	25.254	16.447	0,651	1,000
Empréstimo do BB (público e privado)	57.791	31.716	0,549	0,757
Aplicação junto a instituições financeiras (redescoto)	3.686	4.075	1,106	-0,052
Aplicação junto a instituições financeiras (outros)	24.208	12.038	0,497	0,742
Outras aplicações (fundo café)	1.333	1.134	0,850	-0,052
Outras aplicações (outros)	875	718	0,819	0,762
Contas cambiais	9.039	16.608	1,837	0,838
Rec. líq. do Tesouro Nacional	3.999	8.238	2,423	-0,284
Rec. líq. do Tesouro Nacional junto às autoridades monetárias (déficit de caixa)	-624	2.664	-4,267	0,331
Junto às autoridades monetárias (débito líquido junto ao público)	10.879	8.793	0,808	0,283
Rec. fundos e programas acm. p/ Banco Central - fundo café	1.087	2.762	2,541	0,674
Rec. fundos e programas acm. p/ Banco Central (outros)	16.279	9.459	0,581	0,907
Pasep	6.258	3.430	0,548	0,898
Depósitos diversos	15.164	11.094	0,731	0,585
Rec. próp.: Banco do Brasil	10.151	4.593	0,452	0,814
Rec. próp.: Banco Central	14.634	7.804	0,533	0,883

\* Calculado com base na primeira diferença (mês em questão com relação ao mesmo mês no ano anterior).

comportamento da base monetária, no período de 1974 a 1977: empréstimos do Banco do Brasil, contas cambiais, aplicações junto a instituições financeiras — outras (empréstimos e adiantamentos, fundos e programas e outras aplicações efetuadas pelo Banco Central), débito junto ao público (ORTN e LTN), recursos e programas administrados pelo Banco Central (Funagri e Reserva Monetária), depósitos diversos e recursos próprios do Banco Central e do Banco do Brasil.

A observação mais atenta do comportamento da captação e da aplicação por parte das autoridades monetárias nos mostra que os fatores relacionados, no parágrafo anterior, não tiveram impacto uniforme sobre a base monetária, ao longo de cada um dos anos do período, podendo ter contribuído, alternadamente, para a expansão ou contração da base. Isto fica evidenciado pela variação que assume as correlações de cada componente com a base, quando calculado anualmente, e pela taxa trimestral de contribuição de cada uma dessas variáveis para o comportamento da base monetária, conforme tabelas 3 e 4.

Tabela 3  
Correlação das contas do consolidado com a base monetária

Variável	74-77	74	75	76	77
Empréstimos do Banco do Brasil	0,757	0,623	0,235	0,239	0,798
Aplicações junto a instituições financeiras (outros)	0,742	0,009	0,209	0,939	0,610
Outras aplicações (outros)	0,762	-0,167	-0,521	0,843	-0,409
Contas cambiais	0,838	0,893	0,313	0,947	0,738
Outras contas	0,284	0,651	0,808	-0,931	-0,259
Rec. fdos. e prog. adm. p/Banco Central e outros	0,907	0,921	0,745	0,723	0,317
Pasep	0,898	0,226	0,251	0,949	0,769
Rec. próp.: Banco do Brasil *	0,814	0,890	0,553	-0,127	0,820
Rec. próp.: Banco Central	0,884	0,215	-0,470	0,958	0,832

As contas cambiais, que tiveram correlação das mais expressivas no período de 1974 a 1977, mostraram fraca correlação com a base monetária no ano de 1975. Esse comportamento fica bem evidente quando se atenta para o fato de a base ter-se expandido no segundo trimestre de 1975, enquanto as operações cambiais contribuíram para a sua contração, chegando mesmo a ter impacto praticamente nulo sobre o passivo monetário das autoridades no terceiro trimestre de 1975. Importante frisar que nem todo acréscimo nessa conta provoca impacto sobre a base, uma vez que o incremento que ali se observa decorre não só do ingresso de divisas, mas também das desvalorizações cambiais.

Outra sistemática de identificação dos fatores que mais sensibilizaram a base monetária, no período de 1973 a 1977, consta da tabela 4 que especifica a contribuição percentual de cada componente para o desempenho da base monetária.

Tabela 4 A  
Fatores de expansão e contração da base monetária (taxa trimestral)

Ano/mês	Base monetária (Δ)	Ativo							
		Empréstimo do BB ao setor privado	Aplicações junto a instituições financeiras		Outras aplicações		Contas cambiais	Outras contas	Σ
			Redescontos	Outras	Fundo café	Outras			
1973									
Mar.	249								
Jun.	4.743	1,19	-0,14	0,32	0,00	0,00	1,40	-0,18	1,00
Set.	1.801	1,22	0,10	0,36	0,18	0,01	1,92	0,34	1,00
Dez.	6.289	0,92	0,00	0,23	0,01	0,00	0,16	0,20	1,00
1974									
Mar.	1.783	2,11	0,51	0,67	0,03	0,02	1,70	-0,10	1,00
Jun.	3.658	2,31	0,43	0,80	0,02	0,02	0,24	1,03	1,00
Set.	56	142,70	13,23	121,57	2,36	4,77	-81,91	-76,14	1,00
Dez.	7.914	2,22	-0,14	0,82	0,10	0,10	0,21	0,12	1,00
1975									
Mar.	-3.516	1,70	-0,16	2,63	0,10	-0,26	-2,17	0,98	-1,00
Jun.	4.353	4,61	0,15	1,65	0,18	0,14	-0,80	0,21	1,00
Set.	4.862	2,22	0,75	0,60	0,13	-0,02	0,05	-0,30	1,00
Dez.	14.033	1,11	0,11	0,31	0,05	-0,01	0,40	1,22	1,00
1976									
Mar.	-6.933	1,39	0,63	0,62	0,00	0,00	-0,29	0,29	-1,00
Jun.	13.832	2,41	0,14	0,78	0,01	0,11	0,22	-0,34	1,00
Set.	8.570	1,78	0,54	0,86	0,03	0,05	1,29	-0,80	1,00
Dez.	21.413	1,22	-0,29	0,46	0,01	0,00	1,21	0,52	1,00
1977									
Mar.	1.482	7,62	0,17	6,29	0,04	0,16	-6,08	-1,41	1,00
Jun.	16.575	2,49	0,21	0,72	0,00	0,06	-0,05	-0,19	1,00
Set.	12.036	1,11	0,11	0,79	0,03	0,07	0,89	-0,33	1,00
Dez.	25.954	1,72	0,01	0,76	0,01	-0,04	0,68	-0,94	1,00

Tabela 4 B

## Fatores de expansão e contração da base monetária (taxa trimestral)

Ano/mês	Base monetária (Δ)	Passivo não-monetário								Σ
		Rec. líquidos Tesouro Nacional junto às autoridades monetárias		Rec. fundos e progr. adm. p/Bacen		Pasep	Depósitos diversos	Recursos próprios		
		Déficit	Déb. líquido	Fundo café	Outros			BB	BC	
<u>1973</u>										
Mar.	249	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Jun.	4.743	+0,02	-0,51	-0,16	-0,08	-0,12	-0,25	-0,33	-0,16	1,00
Set.	1.801	-0,03	-1,37	-0,17	-0,66	-0,28	-0,53	-0,12	+0,03	1,00
Dez.	6.289	+0,17	+0,14	+0,16	-0,37	-0,12	+0,10	-0,27	-0,33	1,00
<u>1974</u>										
Mar.	1.783	-1,76	-0,88	+0,03	-0,71	-0,40	-0,06	-0,02	-0,14	1,00
Jun.	3.658	-0,48	-0,25	+0,03	-0,52	-0,27	-0,07	-0,71	-1,58	1,00
Set.	56	-7,95	+20,70	-5,64	-14,14	-20,79	-71,82	-18,46	-7,48	1,00
Dez.	7.914	+0,18	-0,27	-0,07	-0,27	-0,10	-0,17	-0,55	-0,76	1,00
<u>1975</u>										
Mar.	-3.516	-0,11	-1,96	+0,61	-0,99	-0,40	-0,66	-0,20	-0,11	-1,00
Jun.	4.353	-0,31	-1,62	-0,09	-0,43	-0,33	-0,21	-1,20	-0,95	1,00
Set.	4.862	+0,28	-1,49	+0,03	-0,34	-0,31	-0,44	-0,16	-0,00	1,00
Dez.	14.033	-0,01	+0,17	-0,07	-0,59	-0,03	-0,82	-0,34	-0,48	1,00
<u>1976</u>										
Mar.	-6.933	+0,03	-1,50	0,00	-0,45	-0,19	-1,59	+0,15	-0,09	-1,00
Jun.	13.832	+0,13	-0,62	-0,03	-0,58	-0,16	-0,06	-0,36	-0,65	1,00
Set.	8.570	-0,26	-0,34	-0,09	-0,52	-0,44	-0,93	-0,03	-0,14	1,00
Dez.	21.413	+0,06	+0,02	-0,01	-0,60	-0,03	-0,78	-0,35	-0,46	1,00
<u>1977</u>										
Mar.	1.482	-3,58	+3,97	-1,26	-3,94	-1,80	+3,69	-1,39	-1,45	1,00
Jun.	16.575	+0,38	-0,20	-0,28	-0,04	-0,20	-0,64	-0,35	-0,91	1,00
Set.	12.036	-0,09	-0,10	+0,46	-1,02	-0,53	-0,01	-0,27	-0,11	1,00
Dez.	25.954	+0,00	+0,14	+0,01	-0,36	-0,12	+0,04	-0,47	-0,44	1,00

Dessa forma, novamente assumem destaque os empréstimos do Banco do Brasil que contribuíram em média com 245% do triênio 75-77, para a expansão da base. Nesse sentido, o controle sobre a base monetária se concretizará quando se conseguir manter os empréstimos do Banco do Brasil dentro dos limites previstos no orçamento monetário, já que esses empréstimos além de mostrarem elevado volume em comparação com a base, têm o seu comportamento dependente das autoridades monetárias e como tal se constitui em um dos principais instrumentos de política monetária. No triênio 75-77, essas aplicações mostraram incremento médio de 7,27% em relação ao previsto no orçamento monetário, conforme se depreende da tabela 8.

As aplicações junto a instituições financeiras — outras (assistência financeira, refinanciamentos a manufaturados e fundos e programas) geraram incremento médio de 137% sobre a base, no período de 1975 a 1977 (tabela 4). Entre os seus itens, ressalta-se os fundos e programas administrados pelo Banco Central, cujo desvio médio de 15,3% em relação ao previsto no orçamento monetário pode ser quase totalmente atribuído ao aumento nas aplicações através do Funagri, Reserva Monetária e repasses do Pasep ao BNDE, conforme se depreende da tabela 5, que fornece os fluxos trimestrais de cada componente em relação ao trimestre anterior e da tabela 8.

Outras aplicações (Fundo Café e outros) mostraram, de modo geral, impacto inexpressivo sobre a oferta monetária em decorrência do pequeno volume dessas operações. A componente outras contas (saldo líquido) engloba diversas subcontas do Banco Central e do Banco do Brasil (conta de movimento do Bacen, compensação de cheques, compensação a receber e operações de câmbio) que, por se tratarem de relacionamento dentro da própria autoridade monetária, costumam não sensibilizar a base monetária.

No tocante aos recursos não-monetários, a execução de caixa do Tesouro Nacional deixou de ser o principal fator expansionista, a partir de 1964, conforme ressaltado por Pastore (1973b), tendo predominado sua atuação contracionista no período em estudo (crescimento médio 95% do superávit em relação ao esperado no triênio 75-77 — tabela 8) sem definir, contudo, uma forma de atuação constante, já que contribuíram alternadamente para contrair ou expandir a oferta monetária, quando se toma o acompanhamento dentro dos trimestres de cada ano. A característica marcante da execução do Tesouro é a maior flutuação no seu saldo (tabela 5), o que gera a variação na base monetária.

O débito líquido junto ao público representativo da colocação de títulos públicos (ORTN+LTN), principalmente através das operações de mercado aberto, mostrou-se contracionista nos anos de 1975 e 1976 (média de 36,6% acima do orçamento conforme tabela 8). Contudo, a partir do último trimestre de 1976, essa atuação se inverteu, passando a desenvolver-se de forma expansionista (19,43% abaixo do previsto no orçamento monetário, em 1977 — tabela 8).

A tabela 6 nos dá uma idéia do impacto contracionista desenvolvido pelas operações de mercado aberto, no período de 1969-77, através da carteira do

Tabela 5-A

## Variações trimestrais dos fatores explicativos da base monetária

Cr\$ milhões

Ano/mês	Base monetária	Empréstimos do BB aos setores públicos e privados	Redescontos		Empréstimos/adiantamentos		Fundos e programas					Outras aplicações	
			Manufaturados exportáveis	Outros	Liquidez	Outros¹	Reserva monetária	Funagri	Proterra	Pasep: repasses BNDE	Outros¹	Fundo café	Outras
1973													
Jun.	4.743	5.670	575	- 343	- 914	-	260	202	18	-	-	- 29	6
Set.	1.800	2.201	- 208	257	126	-	192	165	173	-	-	331	22
Dez.	6.289	5.780	- 252	- 159	440	-	279	817	121	-	-	64	1
1974													
Mar.	1.788	3.783	268	- 279	918	-	560	385	- 14	-	-	59	38
Jun.	3.668	8.471	683	- 150	1.048	-	438	503	76	-	-	75	79
Set.	56	8.333	174	781	- 214	-	510	208	167	394	-	132	458
Dez.	7.914	17.577	- 31	391	- 1.500	-	430	1.606	175	776	-	746	790
1975													
Mar.	- 3.516	6.009	184	- 446	- 391	3.691	397	1.433	244	771	- 636	359	- 903
Jun.	4.353	20.091	438	623	- 308	2.148	958	1.658	143	823	286	800	565
Set.	4.862	10.817	1.584	1.299	494	- 469	807	1.040	- 31	1.470	- 6	466	- 108
Dez.	14.033	15.631	1.692	5	252	- 2.113	711	2.712	365	218	2.024	720	- 200
1976													
Mar.	- 6.933	9.674	1.216	361	3.185	- 155	- 6	2.212	219	1.144	- 29	31	- 3
Jun.	13.832	33.437	2.888	1.812	- 3.549	1.786	2.509	3.623	387	1.535	945	197	1.321
Set.	8.570	15.247	185	- 1.299	6.650	498	314	974	737	3.354	464	220	414
Dez.	21.413	26.220	769	- 1.626	- 4.050	119	1.815	6.254	117	770	- 476	415	87
1977													
Mar.	1.482	11.335	880	537	916	- 2.290	2.908	1.914	54	1.602	- 21	63	243
Jun.	16.575	41.030	1.447	2.073	2.352	1.852	1.762	2.076	457	1.557	1.850	67	982
Set.	12.036	13.331	1.648	- 304	- 871	1.834	1.038	945	246	6.377	103	417	788
Dez.	25.954	45.221	2.577	- 2.238	4.654	4.027	2.691	4.916	53	2.239	1.443	349	- 847

Fonte: Relatórios e boletins do Banco do Brasil.

<sup>1</sup> Até dezembro de 1974, valores agrupados na conta Outras Aplicações com Outros Recursos

Tabela 5-B

## Variações trimestrais dos fatores explicativos da base monetária

Cr\$ milhões

Ano/mês	Base monetária	Contas cambiais	Outras contas	Recursos líquidos do Tesouro junto às autoridades monetárias		Recursos de fundos e programas de financiamento administrados pelo Banco Central		Pasep	Depósitos diversos	Recursos próprios	
				Déficit de caixa	Débito líquido junto ao público	Fundo café	Outros			Banco do Brasil	Banco Central
1973											
Jun.	4.743	6.625	842	85	2.409	758	393	585	1.134	1.556	783
Set.	1.800	3.464	612	- 54	2.461	313	1.185	508	947	221	- 47
Dez.	6.289	1.005	1.188	1.093	- 892	- 1.017	2.358	738	- 654	1.731	2.062
1974											
Mar.	1.788	3.027	- 184	- 3.151	1.576	- 53	1.273	718	103	29	244
Jun.	3.668	860	3.796	- 1.748	911	- 128	1.902	977	268	2.593	5.793
Set.	56	4.520	- 4.920	- 445	- 1.255	316	731	1.164	4.018	645	- 31
Dez.	7.914	- 1.667	915	1.462	2.121	542	2.119	781	1.381	4.318	6.017
1975											
Mar.	- 3.516	- 7.641	3.455	- 383	6.904	- 2.144	3.508	1.408	2.327	693	393
Jun.	4.353	- 3.519	937	- 1.370	7.083	411	1.889	1.417	917	5.220	4.123
Set.	4.862	167	- 1.467	1.867	7.242	170	1.654	1.517	2.130	775	- 25
Dez.	14.033	5.544	17.080	- 187	- 2.353	984	8.260	460	11.540	4.749	6.814
1976											
Mar.	6.933	- 2.020	2.068	220	10.433	- 39	3.237	1.336	11.029	- 1.068	663
Jun.	13.832	3.047	- 4.685	1.796	8.772	381	8.031	2.229	786	4.945	8.936
Set.	8.570	11.036	6.861	- 2.230	2.897	802	4.424	3.745	7.974	230	1.202
Dez.	21.413	25.870	11.265	1.593	- 495	319	12.982	746	16.639	7.490	9.869
1977											
Mar.	1.482	9.010	- 2.090	- 5.308	- 5.888	1.873	5.844	2.713	- 5.427	2.067	2.147
Jun.	16.575	- 849	- 3.088	6.288	3.268	4.662	615	3.272	10.602	5.719	15.028
Set.	12.036	10.748	- 3.920	- 1.074	1.200	- 6.555	12.320	6.423	131	3.254	1.276
Dez.	25.954	17.468	25.032	121	- 3.652	- 308	8.971	3.048	- 979	12.241	11.753

Fonte: Relatórios e boletins do Banco do Brasil.



Tabela 6  
Operações com títulos da carteira do Banco Central  
ORTN + LTN

Cr\$ milhões

Anos	Compras (A) (injeção)	Vendas (B) (retirada)	Saldo (A - B)
1969	321,4	3.154,9	- 2.833,2
1970	1.974,7	9.112,7	- 7.138,0
1971	5.043,8	8.587,2	- 3.543,4
1972	18.164,2	25.427,1	- 7.262,9
1973	55.976,6	63.809,7	- 7.833,1
1974	103.714,6	115.464,8	- 11.750,2
1975	189.156,0	205.009,0	- 15.853,0
1976	196.396,4	266.707,3	- 70.310,9
1977	389.794,4	456.794,4	- 66.797,0

Fonte: Departamento da Dívida Pública do Banco Central do Brasil.

Banco Central, junto ao mercado secundário. O caráter expansionista dos títulos públicos, a partir de 1977, decorreu do fato de os resgates, principalmente de ORTN, terem superado a retirada de recursos efetuada através da carteira. Apesar do esforço da autoridade monetária, no sentido de retirar recursos da economia através das operações de mercado aberto (ORTN+LTN), observa-se que o impacto monetário líquido tem sido modesto, à exceção dos anos de 1975 e 1976, e decorreu das injeções provocadas pela dívida pública, já que os resgates superaram as colocações de títulos públicos (veja tabela 7).

Tabela 7  
Obrigações Reajustáveis e Letras do Tesouro Nacional  
Impacto monetário das operações com títulos federais  
1968 a 1978 - ORTN e LTN

Cr\$ milhões

Discriminação	1968	1969	1970	1971	1972	1973
I. Contração (A) (-)	1.307	5.117	13.202	19.802	47.957	96.231
1. Dívida pública	1.186	1.962	4.089	11.215	22.530	32.421
2. Mercado aberto	121	3.155	9.113	8.587	25.427	63.810
II. Expansão (B) (+)	1.153	4.097	11.863	18.045	40.758	93.823
1. Dívida pública	1.116	3.775	9.888	13.001	22.594	37.847
2. Mercado aberto	37	322	1.975	5.044	18.164	55.976
III. Saldo (A + B)	-154	-1.020	-1.339	-1.757	-7.199	-2.408

(continua)

(conclusão)

Discriminação	1974	1975	1976	1977	1978
I. Contração (A) (—)	144.695	264.632	321.569	572.572	847.771
1. Dívida pública	29.230	59.623	54.862	115.981	168.422
2. Mercado aberto	115.465	205.009	266.707	456.591	679.349
II. Expansão (B) (+)	144.069	248.364	300.514	573.245	840.409
1. Dívida pública	40.354	59.208	104.118	183.451	255.246
2. Mercado aberto	103.715	189.156	196.396	389.794	585.163
III. Saldo (A + B)	-626	-16.268	-21.055	+ 673	-7.362

Fonte: Departamento da Dívida Pública do Banco Central.  
Dados estatísticos.

A dificuldade em retirar recursos mais volumosos da economia, através de títulos públicos, teve início com a suspensão da colocação de ORTN (1974), quando maior esforço teve que ser desenvolvido através das LTN para superar as injeções decorrentes do resgate das ORTN. A perda de competitividade das LTN ( $\pm$  90 dias) foi função da redução nas taxas médias de desconto, que passaram de 15,84% ao ano (em julho/74) para 13,28% ao ano (em agosto/74). Dessa forma, as operações de mercado aberto não conseguiram cumprir a neutralidade estabelecida no orçamento monetário de 1977, no sentido de apenas cobrir o giro da dívida e deixar impacto monetário final nulo.

Ainda com relação ao impacto monetário da colocação de títulos públicos, deve ser lembrado que foram reduzidas as ofertas públicas semanais de Letras do Tesouro Nacional (91 a 182 dias) de Cr\$ 800 milhões para Cr\$ 300 milhões, no intervalo de julho a novembro/74 (primeira quinzena). Isto ensejou a expansão da base na medida em que os resgates passaram a superar as colocações, o que foi agravado com a suspensão temporária das subscrições voluntárias de ORTN, no período de agosto a dezembro/74 (Portaria n.º 425, de 14 de agosto de 1974, do Ministério da Fazenda).

Essas medidas foram tomadas em função da retração do mercado financeiro ("Caso Halles") no primeiro semestre de 1974 e que, associada à expectativa de elevação da inflação, conduziram à menor colocação de LTN em mercado. Para melhorar a liquidez do sistema e incentivar os mercados financeiros, foram liberados recursos referentes a 4% dos depósitos sujeitos a recolhimento compulsório (Resolução n.º 295, de 23 de julho de 1974). Uma outra liberação de recursos (2% dos depósitos) ocorreu, mais tarde, com a Resolução n.º 303, de 11 de outubro de 1974.

Com o mesmo objetivo foi autorizado pelo Banco Central a liberação de recursos da Reserva Monetária (Decreto-lei n.º 1.342, de 28 de agosto de 1974) para recompor o patrimônio das instituições financeiras que se encontravam em dificuldade e para resguardar os interesses dos depositantes. Esta medida se cons-

tituiu no embrião da assistência financeira aos não-bancos, iniciada efetivamente em abril/76.

Quanto aos recursos de fundos e programas de financiamentos administrados pelo Banco Central, constata-se evolução contínua no seu saldo, que se elevou de Cr\$ 11.540 milhões (posição em dezembro/75) para Cr\$ 19.348 milhões (posição em dezembro/76) e Cr\$ 26.163 milhões em dezembro de 1977, o que representa acréscimos de 68% e 35%, respectivamente. Essa expansão se verificou nos demais fundos — Funagri e Reserva Monetária (captaram 10,43% acima do orçamento monetário, no biênio 75-76), uma vez que o Fundo Café arrecadou em média 8,6% abaixo do previsto no orçamento monetário, nesse mesmo período.

A tabela 4 nos mostra que o impacto monetário contracionista desses fundos vem crescendo, gradativamente, desde 1974, tendo se constituído em 1977 em um dos principais fatores de controle monetário, já que gerou redução da base monetária de 394% e 102%, respectivamente, no primeiro e terceiro trimestre daquele ano. Pela tabela 7, verifica-se que o Fundo Café tem contribuído para a expansão monetária, visto que sua arrecadação esteve 8,6% abaixo do estipulado no orçamento monetário, no triênio 75-77.

Os recursos próprios do Banco Central e do Banco do Brasil têm contribuído para o controle da base monetária, principalmente em junho e dezembro de cada ano, por ocasião do balanço. No intervalo de 75-77, os recursos sofreram incremento de 153%. A tabela 8 nos mostra o contínuo impacto contracionista desses recursos, principalmente em 1977, quando os recursos próprios do Banco Central e Banco do Brasil superaram o previsto no orçamento em 6,54% e 7,48%, respectivamente.

Os depósitos diversos mostraram forte atuação contracionista, nos anos de 1975 e 1976, em função da criação dos recolhimentos restituíveis (sobre importações, viagens e óleo combustível) que elevaram o volume de recursos de Cr\$ 911 milhões (agosto/75) para Cr\$ 43.223 milhões (junho/77), tendo os depósitos no Banco do Brasil permanecido sem expressão nesse período. Contudo, a partir de junho/77, esse componente passou a liberar recursos em função da devolução de recursos captados pelas Resoluções n.ºs 331 e 354, para atingir o saldo de Cr\$ 32.873 milhões em março/78.

### 2.3 Comportamento do multiplicador

A simples observação do comportamento do multiplicador com base no trabalho de Pastore (1973b) revela que, no período de 1960 a 1971, o multiplicador apresentou, *grossa modo*, três fases distintas no comportamento dos seus coeficientes. A primeira, que se estende de 1960 a 1963, em que o multiplicador declina de 2,0, aproximadamente, para 1,6. A segunda, que vai do final de 1963 ao início de 1967, com o multiplicador flutuando sem evidenciar qualquer tendência em torno de 1,6 e 1,7, aproximadamente. Finalmente, a fase que se inicia em meados de

Tabela 8  
Comportamento dos fatores explicativos da base em relação ao orçamento monetário

Ano	Base monetária			Empréstimos do BB aos setores público e privado			Aplicações junto a instituições financeiras					
	Observado	Projetado	Desvio (%)	Observado	Projetado	Desvio (%)	Redescontos			Outros		
							Observado	Projetado	Desvio (%)	Observado	Projetado <sup>a</sup>	Desvio (%)
1974	46.177	46.300	-0,27	61.149	—	—	5.522	—	—	16.149	—	—
1975	56.730	59.212	-4,19	109.468	98.901	10,68	7.311	5.210	40,33	41.262	29.622	39,30
1976	82.242	78.459	4,82	176.914	166.552	6,22	16.887	14.300	18,09	65.377	64.438	1,46
1977	132.516	124.470	6,46	269.975	257.528	4,83	18.181	23.290	-21,94	105.639	100.345	5,28

Ano	Outras aplicações						Contas cambiais			Outras contas		
	Fundo café			Outras			Observado	Projetado	Desvio (%)	Observado	Projetado <sup>a</sup>	Desvio (%)
	Observado	Projetado <sup>b</sup>	Desvio (%)	Observado	Projetado <sup>a</sup>	Desvio (%)						
1974	7.685	—	—	601	—	—	42.727	46.854	- 8,81	6,368	—	—
1975	9.671	9.625	0,48	990	452	119,03	31.499	45.280	-30,44	10,376	4.947	109,74
1976	11.145	11.745	-5,11	1.993	386	416,32	42.713	35.678	19,72	20,778	26.071	-20,30
1977	12.035	12.512	-3,81	3.761	3.651	3,01	70.159	81.726	-14,15	18,406	30.433	-39,52

(continua)

Tabela 8 (continuação)

Ano	Rec. líq. do Tes. Nac. junto às autoridades monetárias						Rec. fundos e progr. de financ. adm. p/Banco Central						Pasep		
	Déficit de caixa			Déb. líq. junto ao público			Fundo café			Outras			Observ.	Projet.	Desvio (%)
	Observ.	Projet.	Desvio (%)	Observ.	Projet.	Desvio (%)	Observ.	Projet.	Desvio (%)	Observ.	Projet.	Desvio (%)			
1974	3.958	5.495	-27,97	25.034	25.833	-3,09	12.321	(b)	-	15.870	(a)	-	5.428	4.929	10,12
1975	3.604	1.132	218,37	40.329	27.551	46,38	11.371	12.515	-9,14	25.703	22.229	15,63	10.046	9.724	3,31
1976	3.705	3.100	19,52	60.955	48.080	26,78	12.576	13.893	-9,48	45.457	43.199	5,23	16.368	15.329	6,78
1977	3.737	2.548	46,66	64.035	79.480	-19,43	16.096	17.341	-7,18	74.997	83.854	10,56	27.685	24.296	13,95

Ano	Depósitos diversos			Recursos próprios					
				Banco do Brasil			Banco Central		
	Observado	Projetado	Desvio (%)	Observado	Projetado	Desvio (%)	Observado	Projetado	Desvio (%)
1974	9.928	9.357	6,10	15.560	14.945	4,12	13.842	10.763	28,61
1975	19.241	16.188	18,86	25.480	23.790	7,10	25.363	27.212	6,79
1976	46.771	46.978	-0,44	34.751	39.195	-11,34	40.390	36.748	9,91
1977	68.770	80.490	-14,56	51.330	48.179	6,54	66.466	61.838	7,48

Fontes dos dados brutos: Banco Central – Depec.

<sup>a</sup> Estes saldos na posição de 1974 foram apresentados, possivelmente, unidos sob a denominação *demais contas* (saldos líquidos), não sendo possível desmembrá-los.<sup>b</sup> Estes saldos na posição de 1974 foram apresentados sob a denominação *conta café*, em forma de saldo líquido.

1967, com o multiplicador se elevando continuamente, chegando a superar 2,4 em maio/75, para declinar de maio/76 em diante.

O período anterior a 1970, analisado exaustivamente por Pastore, não pretende aqui sofrer qualquer comentário adicional, objetivando o presente trabalho estudar os principais fatos responsáveis pelo comportamento do multiplicador, a partir de 1971, inclusive as fortes oscilações apresentadas no intervalo de 1974 a 1976, quando o desvio-padrão mostrou-se bastante elevado, conforme a tabela 9.

Tabela 9  
O multiplicador e seus componentes – desvio-padrão

Anos	Componente							
	$f$	$\alpha$	$r$	$r_1$	$r_2$	$\lambda$	$\beta$	$k$
1971	0,02567	0,01118	0,01212	0,01389	0,01288	0,00316	0,00922	0,04745
1972	0,01171	0,01208	0,04648	0,03900	0,01204	0,00883	0,01594	0,13747
1973	0,00632	0,01140	0,00933	0,00812	0,00600	0,00911	0,01025	0,04076
1974	0,00678	0,00616	0,01382	0,01253	0,01631	0,05469	0,02454	0,03881
1975	0,01015	0,00400	0,03727	0,01225	0,01241	0,03846	0,01500	0,05902
1976	0,01229	0,00819	0,02552	0,00592	0,03050	0,08543	0,01615	0,12010

Fonte dos dados brutos: Bacen-Depec.

A grande pergunta que se faz é até que ponto o multiplicador tem sofrido o impacto do desenvolvimento do mercado financeiro (novos instrumentos e instituições), da implantação das operações de mercado aberto, assim como das constantes medidas institucionais. No período em análise, o desenvolvimento das operações de mercado aberto solidificou o mercado de títulos públicos e permitiu o surgimento de diversos outros mercados financeiros, à semelhança do mercado de cheque “BB” e de financiamentos. Constatou-se, também, no período em foco, a excessiva liberalidade da assistência financeira e a mudança do compulsório de instrumento de controle monetário para crédito seletivo (reversão desse comportamento a partir de novembro/75), fatos esses que modificaram, de forma marcante, diversas relações de comportamento do público e das próprias autoridades monetárias, com efeitos sobre o multiplicador.

A tabela 10 mostra as médias mensais dos diversos componentes do multiplicador, no período de 1970 a 1976, constatando também o desvio de cada parâmetro, com base na média mensal observada e a programada pelo orçamento monetário, ressaltando-se que quase todas apresentaram desvios bastante significativos. O fato assume importância, já que a razão de ser do modelo da oferta de moeda depende da previsibilidade do multiplicador.

Tabela 10

Desvio dos parâmetros do multiplicador em relação ao orçamento monetário

Ano	$f$			$\alpha$			$r_1$			$r_2$		
	Ocorrido	Projetado no OM	Desvio (%)	Ocorrido	Projetado no OM	Desvio (%)	Ocorrido	Projetado no OM	Desvio (%)	Ocorrido	Projetado no OM	Desvio (%)
1970	0,296066	—	—	0,942271	—	—	0,126694	—	—	0,209086	—	—
1971	0,254998	—	—	0,917854	—	—	0,129198	—	—	0,194892	—	—
1972	0,247289	—	—	0,875362	—	—	0,110732	—	—	0,186168	—	—
1973	0,237261	—	—	0,876124	—	—	0,061661	—	—	0,186082	—	—
1974	0,214483	0,241461	-11,18	0,893412	0,892770	+ 0,10	0,063573	—	—	0,184480	0,196525	-6,12
1975	0,241816	0,229532	+ 5,36	0,902935	0,907695	-0,52	0,074266	0,084301	-11,90	0,141419	0,170073	-16,84
1976	0,247437	0,244318	+ 1,28	0,894368	0,905105	-1,18	0,062663	0,065616	-4,52	0,182579	0,185359	-1,50

Ano	$\lambda$			$r$			$\beta$			$k$		
	Ocorrido	Projetado no OM	Desvio (%)	Ocorrido	Projetado no OM	Desvio (%)	Ocorrido	Projetado no OM	Desvio (%)	Ocorrido	Projetado no OM	Desvio (%)
1970	0,569045	—	—	0,297633	—	—	0,274264	—	—	1,953347	—	—
1971	0,596848	—	—	0,324051	—	—	0,266356	—	—	2,005720	—	—
1972	0,593213	—	—	0,297067	—	—	0,277946	—	—	2,027436	—	—
1973	0,580686	—	—	0,247753	—	—	0,237798	—	—	2,222353	—	—
1974	0,622359	0,571382	+ 8,93	0,248053	0,258870	-4,17	0,298401	0,270916	+ 10,15	2,184147	2,186976	-0,13
1975	0,817383	0,691012	+ 18,29	0,215687	0,254375	-15,21	0,273698	0,281245	-2,68	2,363290	2,240082	+ 5,50
1976	0,709941	0,778025	-8,75	0,245274	0,250975	-2,27	0,255214	0,273141	-6,56	2,315249	2,335763	-0,87

Fonte dos dados brutos: Bacen – Depec.

No tocante às variáveis  $r_2$  (encaixe compulsório/total dos depósitos) e  $\lambda$  (compulsório em títulos/total do compulsório) sob controle das autoridades monetárias, o problema é bastante sério, já que apresentam desvios substanciais, como por exemplo, em 1974, quando a média anual do parâmetro ( $r_2$ ) esteve 16,84% abaixo do programado, enquanto o  $\lambda$  mostrou acréscimo de 18,29%, nesse período, e o parâmetro ( $r$ ) menor em 15,21% como decorrência logicamente do desempenho de  $r_1$  e  $r_2$ . Da mesma forma, no intervalo de 1974 a 1976, o multiplicador apresentou os desvios-padrões mais significativos, em particular no ano de 1976 (0,12486), ocorrendo o mesmo fato com os parâmetros sob o comando das autoridades monetárias ( $r_2$  e  $\lambda$ ), o que nos leva a crer que independentemente das inovações financeiras, há um descontrole ou pelo menos falta de maior entrosamento entre os instrumentos de política monetária, conforme comentários desenvolvidos ao longo de todo este trabalho.

Dos parâmetros dependentes do comportamento do público ( $f$ ,  $\alpha$ ,  $r_1$ ,  $\beta$ ), os que apresentam maiores desvios são  $r_1$  e  $\beta$ , sendo que o primeiro vem mostrando declínio constante, enquanto o segundo vem flutuando, de forma indefinida, de ano para ano.

A seguir, são discutidas as possíveis explicações para o comportamento das variáveis controladas diretamente pelas autoridades monetárias. Na fase seguinte, alguns comentários são desenvolvidos com relação aos coeficientes que dependem do público.

### 2.3.1 Os parâmetros sobre controle das autoridades monetárias

O parâmetro ( $r_2$ ) é obtido pela proporcionalidade entre o encaixe compulsório total e o volume dos depósitos à vista nos bancos comerciais. Este parâmetro, do ponto de vista teórico, é relevante por ser mais estável que aquele que definiria apenas o compulsório em moeda. No entanto, as tabelas 8 e 9 revelaram que esse parâmetro vem apresentando desvios substanciais em relação ao programado (16,84% em 1975), além de acentuado desvio-padrão, no período de 1974 a 1976, e como tal responsável em grande parte pela instabilidade do multiplicador.

Nos últimos anos, a partir de 1970, o compulsório sofreu profundas transformações ao passar de instrumento essencial de controle quantitativo para instrumento melhor orientado para a seletividade do crédito. A parcela em espécie sofreu grandes reduções, declinando desde um máximo de 75% (Resoluções n.ºs 5, de 26 de agosto de 1965) até os 45% atuais, com o objetivo de atender à pequena e média empresas e tornar a parcela em espécie menos onerosa para os bancos.

Assim, o Banco Central autorizou sucessivas deduções das taxas do compulsório através das Resoluções n.ºs 184 (de 20 de maio de 1971) e 250 (de 15 de março de 1973), que permitiram aos bancos adquirir debêntures e ações de empresas industriais de pequeno e médio porte. Este fato, por si só, reduz a taxa de recolhimento, caso o banco venha a aderir ao incentivo. O Banco Central permitiu tam-



bém uma série de deduções especiais (financiar capital de giro das pequenas e médias empresas) conforme Resoluções n.ºs 130 (de 28 de janeiro de 1970), 295 (de 23 de julho de 1974), 318 (de 27 de fevereiro de 1975) e 344 (de 22 de outubro de 1975), que acabaram elevando essas aplicações para 8,5% a partir de 1975. Da mesma forma, com intuito de atender às dificuldades de liquidez dos bancos comerciais, o Banco Central baixou a Resolução n.º 303 (de 11 de outubro de 1974), que autorizou a liberação de 2% em moeda, exatamente em 1974 e 1975, quando os bancos tiveram suas reservas bastante reduzidas.

Como decorrência dessa política e admitindo-se a utilização de todas as alternativas para compor as reservas, constatou-se redução no percentual em espécie de 18,75% (1965) para 1,20% (1975). A situação começou a se inverter a partir de novembro/75, em função de várias medidas adotadas, tais como a suspensão da Resolução n.º 303 e, principalmente, elevação da taxa do compulsório para 33% (abril/76), taxa esta que foi aumentada para 35%, 38% e 40%, respectivamente em julho/76, outubro/77 e novembro/77. Além disto, foram suspensas as Resoluções n.ºs 130, 295 e 318, conforme se verifica na tabela 11.

O comportamento do compulsório, a partir de novembro/75, significa o seu retorno à situação de instrumento de controle quantitativo, com a elevação gradativa da taxa de recolhimento em espécie, chegando a atingir a 17,05% em novembro de 1977.

Para se ter uma idéia do impacto monetário das liberações para atender às pequenas e médias empresas, basta citar que com a introdução das Resoluções n.ºs 295 e 318 (de 27 de fevereiro de 1975) ocorreram liberações de Cr\$ 2,5 e Cr\$ 2,6 bilhões, respectivamente. Esta última injeção se originou da crise de liquidez, dadas as dificuldades de obter empréstimos externos e a procura de crédito no mercado interno por parte das multinacionais inclusive, em função do elevado recolhimento compulsório que incidiu sobre os depósitos de dezembro/74. Com o refinanciamento compensatório, a partir de março/75, a situação de liquidez do sistema melhorou de forma sensível, tendo as reservas bancárias melhorado o seu nível e ocorrido a redução do endividamento junto ao Banco Central.

Por outro lado, o comportamento do compulsório em títulos sofreu alterações, ao longo do tempo, variando de 15% (1965) até atingir 55% (1970), tendo se verificado em diversas oportunidades devoluções ao sistema, já que os títulos lastreando o compulsório recebem correção monetária.

O parâmetro ( $r_2$ ) vinha mantendo redução gradativa, acentuada em 1975, conforme se verifica na tabela 10, em função do desaparecimento quase que total da parcela em espécie. Tanto é que, a partir de 1976, o seu valor médio volta a subir em decorrência do maior recolhimento em moeda. A tabela 12 mostra algumas posições, quando a participação dos recolhimentos em espécie com relação ao total ( $c/b$ ) se reduziu de 38,9% (segunda quinzena de novembro/72) para 9,1% (segunda quinzena de janeiro/75).

A relação ( $c/b$ ), caso não existissem as aplicações específicas, deveria se situar em torno de 45%, enquanto a relação ( $c/a$ ) representaria 11,2%, aproximada-

Tabela 11  
Comportamento da taxa do compulsório

Especificação	1965	1966	1967	1968	1968	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	Nov. 1975	Abr. 1976	Jul. 1976	Set. 1976	Out. 1977	Nov. 1977
Taxa do compulsório	25,00	21,00	25,00	30,00	27,00	28,50	30,00	27,00	27,00	27,00	27,00	27,00	27,00	27,00	33,00	35,00	35,00	38,00	40,00
Deduções:																			
Resolução 184									0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Resolução 250											0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Recolhimento teórico	25,00	21,00	25,00	30,00	27,00	28,50	30,00	27,00	26,50	26,50	26,00	26,00	26,00	26,00	32,00	34,00	34,00	37,00	39,00
ORTN	3,75	4,20	5,00	12,00	10,80	11,40	12,00	14,85	14,58	14,58	14,30	14,30	14,30	14,30	17,60	18,70	18,70	20,35	21,45
Aplicações rurais	2,50	2,10	2,50																
Aplicações especiais								2,00	2,00	2,00	2,00	6,00	10,50	8,50	8,50	8,50	0,50	0,50	0,50
Resolução 130								2,00	2,00	2,00	2,00								
Resolução 295												4,00							
Resolução 303												2,00	2,00						
Resolução 318													8,00	8,00	8,00	8,00			
Resolução 344													0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Espécie	18,75	14,70	17,50	18,00	16,20	17,10	18,00	10,15	9,92	9,92	9,70	5,70	1,20	3,20	5,90	6,80	14,80	16,15	17,05

Tabela 12

Datas		Montante dos depósitos sujeitos a recolhimento (a)	Recolhimentos		Índices		
Posição	Reajustes		Total (b)	Espécie (c)	b/a	c/b	c/a
Nov./72 (2. <sup>a</sup> q.)	23.12.72	33.505	8.382	3.262	25,0	38,9	9,7
Nov./73 (2. <sup>a</sup> q.)	23.12.73	50.738	13.072	5.233	25,7	40,0	10,3
Nov./74 (2. <sup>a</sup> q.)	23.12.74	65.475	17.179	4.135	26,2	24,0	6,3
Jan./75 (2. <sup>a</sup> q.)	23.02.75	67.773	17.951	1.629	26,5	9,1	2,4

mente, o que nos mostra o esvaziamento do compulsório como instrumento de política monetária até meados de 1975.

As tentativas de se corrigir as distorções verificadas até 1970, quando se tomava como base de cálculo do compulsório os valores de balanços e balancetes, levou o Banco Central a baixar a Resolução n.º 169, de 22 de janeiro de 1971, através da qual os cálculos passaram a ser feitos em função da média quinzenal dos depósitos e não mais sobre uma posição isolada, acarretando maior precisão no dimensionamento de cada estabelecimento, ao mesmo tempo em que fixava os dias 8 e 23 do mês seguinte como data de ajuste.

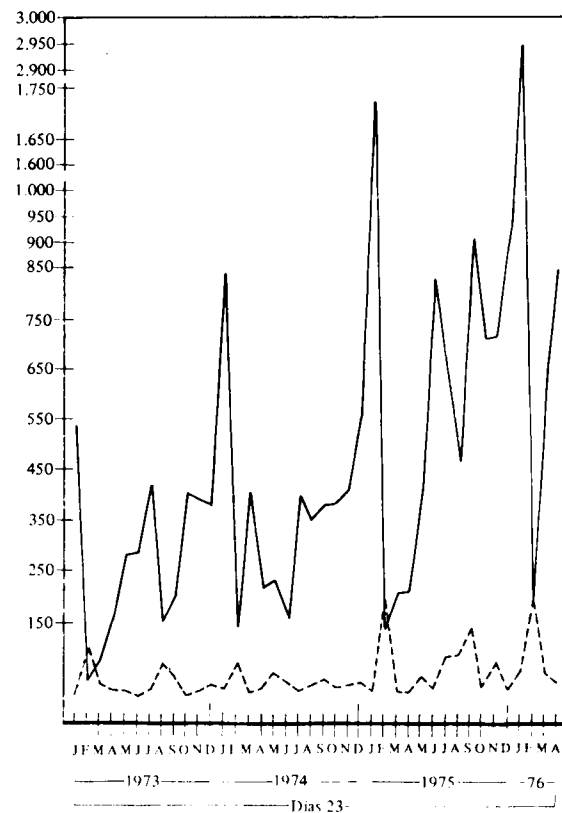
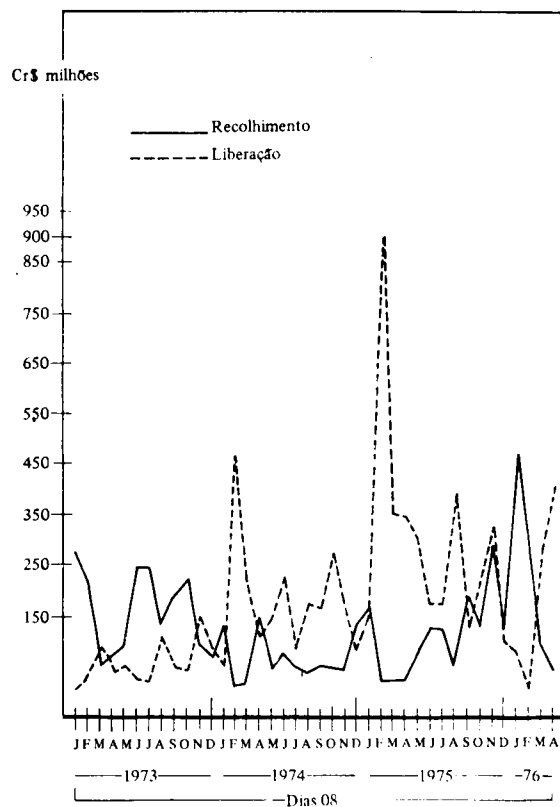
Entretanto, se por um lado tal medida representou melhor adequação do compulsório, uma vez que os bancos não mais poderiam disfarçar seus depósitos (para fugir ao recolhimento), a nova sistemática permitiu que quase sempre ocorressem devoluções no dia 8 já que os depósitos mostram menor crescimento na primeira quinzena e recolhimentos no dia 23, visto que o crescimento nos depósitos ocorre ao longo da segunda quinzena de cada mês (veja figura 2).

Do exposto anteriormente, depreende-se que as constantes alterações introduzidas no percentual e composição do compulsório, assim como as liberações para aplicações especiais junto à pequena e média empresas são os responsáveis pelo desvio no parâmetro ( $r$ ) e a subestimação de ( $r_2$ ) já que a componente em moeda não se tem mostrado menos estável dadas as crescentes liberações, além das devoluções ocorridas em função da variação nos valores dos títulos públicos custodiados. O desenvolvimento dos acordos de recompra (representa acima de 70% dos negócios nos mercados financeiros) acarreta redução do compulsório, uma vez que diminui a rubrica de depósitos à vista, além da isenção do compulsório sobre depósitos a prazo, conforme Resolução n.º 243, de 16 de janeiro de 1973.

Ocorre que, com o agravamento das pressões inflacionárias durante 1975, as autoridades monetárias, buscando conter a expansão dos meios de pagamento, se viram forçadas a utilizar mais intensamente os instrumentos de política monetária, objetivando evitar que efeitos colaterais pudessem agravar ainda mais aquela situação.

Como decorrência, o compulsório, a partir de novembro de 1975, com o advento da Resolução n.º 350 e até outubro de 1977, com a Resolução n.º 446,

Figura 2  
Depósito compulsório



sofreu importantes modificações em sua forma e conteúdo e que devolveram a este instrumento parte do seu poder de limitar a expansão monetária e o crédito bancário.

Inicialmente, a Resolução n.º 350, de 13 de novembro de 1975, fez retornar aos cofres das autoridades monetárias a importância de Cr\$ 1,1 bilhão liberada, anteriormente, aos bancos comerciais por meio da Resolução n.º 303. Em 9 de abril de 1976, a Resolução n.º 375 elevou de 27% para 33% (seis pontos de percentagem) o percentual incidente sobre os depósitos sujeitos a recolhimento, suspendendo, até que todos os estabelecimentos se enquadrassem aos novos limites, os ajustes quinzenais, que passaram a ser feitos uma vez por mês. Ao mesmo tempo, se estabeleceu datas móveis para os reajustes, os quais seriam efetivados em uma quarta-feira, entre os dias 2 e 8 (primeira quinzena) e 17 e 23 (segunda quinzena).

Em 21 de julho de 1976, a Resolução n.º 382 elevou novamente o percentual do compulsório para 35% e determinou que os 2% adicionais fossem recolhidos em espécie. Em 15 de setembro de 1976, a Resolução n.º 388 determinou que fossem recolhidas ao Banco Central, em oito parcelas mensais e iguais, as liberações feitas com base nas Resoluções n.ºs 295 e 318 que, àquela altura, montavam a mais de Cr\$ 8 bilhões. Com isso, a parcela em espécie sofreu substancial elevação, passando a representar 44,2% do total do compulsório, em dezembro de 1976.

O conjunto de medidas mencionado mostrou sua eficácia sobre o parâmetro ( $r_2$ ), haja vista sua elevação em 1976 e a redução do multiplicador (0,87% abaixo do previsto). A assistência financeira, embora bastante acessível ainda, teve suas taxas elevadas segundo as circulares n.ºs 294 (de 12 de março de 1976), 301 (de 21 de maio de 1976) e 358 (de 19 outubro de 1977) que incrementaram as taxas intralimites para 22%, 28% e 30% ao ano, respectivamente, e as extralimite para 28%, 30% e 32% ao ano, sendo que na Circular n.º 294 fixou-se controle adicional ao estabelecer que a utilização durante 20 dias, consecutivos ou não, ao longo de 30 dias elevaria a taxa para 25% ao ano (intralimite) e 31% ao ano (extralimite).

Há que se reconhecer, assim, que a elevação do multiplicador de 70 a 75, decorre em grande parte da própria atuação das autoridades monetárias.

### 2.3.2 Os parâmetros de comportamento regidos pelo público

1. O parâmetro ( $f$ ) é obtido pela proporcionalidade entre moeda em poder do público e o total dos depósitos nos bancos comerciais. Este parâmetro tem mostrado tendência declinante (1970 a 1973), se elevando, a partir de 1974, como decorrência provável da retomada do processo inflacionário.

Verificou-se a estacionalidade do parâmetro ao longo de todo o período, com a redução entre janeiro e julho, para se elevar no último trimestre de cada ano. A curto prazo, o parâmetro ( $f$ ) é afetado pelo nível de atividade econômica, daí a

elevação de fim de ano e também quando há aumento nas taxas inflacionárias e acontecimentos especiais (feriados, crises de confiança no sistema financeiro etc.).

Embora seguindo o comportamento esperado, os valores observados têm diferido dos valores programados, principalmente em 1975, quando ficou 5,36% acima do previsto no orçamento monetário. A possível explicação pode ser encontrada na crise de confiança iniciada em 1974, quando algumas instituições financeiras e inclusive um banco comercial entraram em liquidação judicial.

Admitindo-se que a comunidade mantenha pequena parcela de moeda em seu poder, realmente é reduzido o impacto da evolução financeira sobre esse parâmetro, muito embora seja sensível à elevação nas taxas de juros o que, em última instância, significa um aumento de moeda em poder do público, quando diminuem as taxas de juros.

2. O parâmetro ( $\alpha$ ) representa a proporcionalidade entre depósitos à vista e o total dos depósitos nos bancos comerciais. Este parâmetro não mostrou estacionabilidade no período, devendo ser esclarecido que por ter os depósitos a prazo no denominador, o coeficiente ( $\alpha$ ) sofre a influência das taxas de juros e mais diretamente das taxas de juros dos títulos públicos. No tocante à tendência do parâmetro ( $\alpha$ ) constatou-se redução gradativa, desde 1969, devido ao crescimento dos depósitos a prazo, em particular os sem certificados, no intervalo de 1971 a 1974 (passou de Cr\$ 3.027 milhões para Cr\$ 7.254 milhões) em função da elevação do custo de reter moeda.

Com a inflação ascendente em 1976 e a liberação das taxas de juros, os bancos partiram para a captação intensa de depósitos de prazo inferior a 180 dias (principalmente 30 e 60 dias), o que gerou a redução do parâmetro, tendo os depósitos se deslocado de Cr\$ 8.869 milhões (janeiro/76) para Cr\$ 12.275 milhões (dezembro/76). A partir de 1977, verifica-se um crescimento vertiginoso, chegando os depósitos a prazo a representar cerca de 20% do total dos depósitos a vista ao atingir a Cr\$ 23.306 milhões, no mês de outubro/77. Temendo o crescimento exagerado dos depósitos de curto prazo e a conseqüente expansão dos empréstimos na mesma velocidade, o Banco Central baixou a Resolução n.º 431, em 23 de junho de 1977, que limitou o volume dos depósitos de prazo inferior a 180 dias em 10% do total desses depósitos.

3. O parâmetro ( $r_1$ ) resulta da divisão do encaixe voluntário (moeda em caixa e reservas no Banco do Brasil) pelo total dos depósitos nos bancos e tem sido o componente do multiplicador mais afetado pelo desenvolvimento do mercado monetário. O fato é que os bancos, ao adquirirem Letras do Tesouro Nacional junto ao Banco Central ou no mercado secundário desses papéis, formam reservas secundárias, o que permite a redução dos depósitos voluntários no Banco do Brasil, já que esses títulos podem ser negociados, a qualquer instante, para obtenção de reservas e, conseqüentemente, elevam o multiplicador.

A formação de reservas secundárias em LTN permitiu, por outro lado, o desenvolvimento do mercado de reservas (cheque "BB") — compra de reservas

para cobrir eventuais descobertos após o resultado da compensação – o que contribuiu para redução ainda maior no parâmetro ( $r_1$ ), já que os bancos podem cobrir o descoberto comprando cheque “BB” ao invés de manter reservas ou mesmo recorrer à assistência financeira do Banco Central.

A existência das reservas secundárias em LTN, embora significativas, representam aproximadamente 30% do estoque em poder do mercado, já que os outros 70% se encontram financiados e, de forma teórica, bloqueados para negócios. Acrescenta-se a isso, o fato de uma parte dessas reservas (5% do estoque) se destinar às operações de cheque “BB” e, conseqüentemente, não serem negociáveis já que os não possuidores de LTN não podem recorrer ao mercado de reservas.

Assim, as reservas secundárias e as facilidades do mercado de cheque “BB” levaram os bancos a minimizar os depósitos junto às autoridades monetárias, com a conseqüente redução do coeficiente ligado a ( $r_1$ ) e aumento do multiplicador. O valor de  $r_1$  que se encontrava em 0,1545 (1969) atingiu 0,0729, 0,0562 e 0,0589, respectivamente, em dezembro de 1972, 1973 e 1974. A tendência é esperar, dentro das condições atuais, uma redução ainda maior nesse parâmetro, à medida que o mercado monetário se desenvolver ainda mais, inclusive quando os bancos passarem a captar recursos, a curtíssimo prazo, para ajustar a liquidez, a exemplo dos certificados de depósitos bancários (CDB's). A queda do parâmetro ( $r_1$ ) poderá ser evitada com um maior rigor na concessão da assistência financeira.

O crescente domínio dos grandes bancos, no sentido de captação crescente em mercado, inclusive de depósitos à vista e a atuação mais intensa no mercado monetário, tende a reduzir ainda mais o encaixe voluntário, principalmente se continuar fácil o acesso à assistência financeira do Banco Central. Por outro lado, o comportamento atual do compulsório, em especial a parte em moeda, impõe aos bancos melhor programação de reservas, onde um volume maior deve ser mantido, como precaução, para atender a recolhimentos superiores aos esperados. Este último fato pode, a depender das demais condições do mercado e do próprio desempenho das operações de mercado aberto, se constituir numa barreira a reduções maiores no parâmetro ( $r_1$ ).

4. O parâmetro ( $\beta$ ) resulta da proporcionalidade entre depósitos à vista no Banco do Brasil e depósitos à vista nos bancos comerciais, não tendo definido uma tendência ao longo do período em estudo, com a média anual se alterando de 0,27426 (1970) para 0,25521 (1976). Este parâmetro depende exclusivamente da preferência do público, podendo alguma influência ser feita em termos de prestação de serviços. Possivelmente, o critério de carta patente para abertura de agências bancárias influencia o comportamento desse parâmetro.

As possíveis explicações para a elevação desse coeficiente, a partir de 1974, podem ser encontradas no Caso Halles, quando substancial parcela dos depósitos à vista foi transferida para o Banco do Brasil por motivo de segurança e em função das operações de cheque “BB”. No caso do mercado de cheque “BB”, a distorção decorreu do fato de os cheques sacados contra a caixa do Banco do Brasil por

pessoas físicas, jurídicas financeiras ou não financeiras representar recursos prontamente disponíveis para a cobertura de eventuais perdas na compensação.

Em decorrência dessa peculiaridade do sistema dual de autoridade monetária, as grandes empresas passaram a manter substanciais depósitos no Banco do Brasil, já que obtinham remuneração dos depósitos à vista. Do ponto de vista da política monetária, este mecanismo significou um enorme vazamento no controle das reservas bancárias, uma vez que, a qualquer instante, reservas poderiam ingressar na rede bancária, oriundas dessas operações, sem conhecimento prévio das autoridades monetárias, chegando mesmo, em algumas oportunidades, a neutralizar totalmente o impacto contracionista das operações de mercado aberto. Tendo em conta que esses depositários do Banco do Brasil também financiam posições de títulos, depreende-se daí não só um novo vazamento, mas outra forma de remunerar depósitos à vista.

Estas distorções foram corrigidas a partir da Circular n.º 297, de 9 de abril de 1976, quando se estabeleceu que os depósitos em cheques efetuados em conta de instituição financeira participante do serviço de compensação de cheques somente serão disponíveis, na data de sua efetivação, quando os referidos cheques forem emitidos pelo Banco Central, Banco do Brasil ou pelos bancos comerciais, desde que sacados contra sua conta de depósitos no Banco do Brasil. Os cheques anteriormente emitidos pelas grandes empresas públicas ou privadas contra o Banco do Brasil deverão aguardar normalmente a compensação. Estas medidas contribuíram, de forma direta, para a redução do parâmetro ( $\beta$ ) em 1976.

Com a liberação das taxas de juros em 1976, os bancos comerciais ficaram em situação privilegiada em relação ao Banco do Brasil para conceder aos seus clientes aplicações em depósitos a prazo, com excelente rentabilidade, inclusive oferecendo liquidez antes da maturidade, caso fosse solicitado. Essas facilidades se constituem em outro motivo para alterar o comportamento do parâmetro ( $\beta$ ).

### **3. As operações de mercado aberto e o controle monetário**

#### *3.1 Impacto das operações de mercado aberto sobre o multiplicador e base monetária*

As operações de mercado aberto atuam diretamente sobre a base monetária por meio das reservas voluntárias dos bancos comerciais no Banco do Brasil ( $R_2$ ) e do compulsório em moeda ( $R_3$ ). Esse impacto pode ser visualizado nas modificações do encaixe em títulos a curto prazo (LTN) e no débito líquido junto ao público. Tendo em conta que a totalidade dos agentes econômicos mantém depósitos nos bancos comerciais, constata-se que toda a liquidez do sistema pode ser sensibilizada através dessas operações e não somente os bancos comerciais. Daí um dos principais objetivos do mercado de títulos públicos se constituir em uma forma de ajuste permanente da liquidez dos agentes econômicos.



Com a transformação da conta de compulsório em moeda ( $R_3$ ) em conta de reserva bancária, ao final de 1979, os bancos passaram a concentrar nessa conta, por ordem do Banco Central, todas as operações com títulos federais e estaduais, além das operações entre os bancos comerciais e o Banco Central. Em decorrência dessas alterações, o saldo da conta de reserva bancária expressa a verdadeira disponibilidade de recursos dos bancos e, conseqüentemente, espelham a capacidade de expansão dos bancos.

O impacto inicial das operações de mercado aberto, no caso de compra de títulos, é aumentar o saldo da conta de reserva dos bancos comerciais, o que provoca o desequilíbrio no *portfolio* dos bancos, visto que supõe estarem eles mantendo o nível desejado de reservas. Desse desequilíbrio resulta todo um processo de ajuste através do aumento nas operações ativas dos bancos, via aumento dos estoques dos ativos reais e financeiros, ou mesmo o volume de empréstimos.

O efeito das operações de mercado aberto sobre a estrutura de taxas de juros ocorre quando as compras ou vendas de títulos públicos colocam em andamento o processo de ajustamento (efeito substituição), onde a comunidade, na procura do equilíbrio do seu *portfolio*, substitui haveres financeiros de menor rendimento por outros de maior retorno, com o conseqüente controle dos haveres não-monetários em função de dois motivos: primeiro, a elevação na rentabilidade dos títulos públicos atrai os recursos antes destinados aos outros haveres; segundo, com a restrição monetária decorrente da venda de títulos públicos pelo Banco Central com fins de política monetária (logicamente os recursos devem ficar esterilizados) os demais haveres perderiam a sua já reduzida liquidez, dificultando, assim, novas colocações desses haveres.

O processo de ajustamento acima não enfatiza a integração relativa da economia brasileira no fluxo internacional de capitais. Segundo Fendt (1977), a elevação inicial das taxas de juros internamente provoca o ingresso de recursos externos que, fatalmente, reduzem o impacto das operações de mercado aberto sobre as taxas de juros e alivia a pressão sobre as reservas bancárias. Embora esse argumento pareça bastante lógico, a realidade tem mostrado que vendas maciças de títulos públicos pelo Banco Central foram efetuadas com a finalidade de retirar os excedentes dos recursos externos e terminaram por elevar as taxas de juros desses papéis e dos substitutos próximos. Há que se lembrar, logicamente, que a inflação condiciona o nível das taxas de juros vigentes no mercado financeiro a médio e longo prazos. Quanto ao impacto expansionista das operações externas, constatou-se no estudo da base monetária que essas operações vêm-se constituindo em um dos principais fatores de expansão monetária e, como tal, gerador de inflação.

O efeito das operações de mercado aberto sobre o multiplicador ocorre através dos parâmetros ( $\lambda$  e  $r_1$ ). As vendas de ORTN e LTN pelo Banco Central para os bancos com intuito de atender ao compulsório aumentam o parâmetro ( $\lambda$ ), que termina por elevar, finalmente, o multiplicador. As aquisições de LTN para formação de reserva de segunda linha fazem com que se reduza o parâmetro ( $r_1$ ),

elevando também o multiplicador. A existência de LTN em poder dos bancos permite que recorram ao mercado de reservas, o que reforça a redução do parâmetro ( $r_1$ ).

Contudo, a realidade nos mostra que após as alterações no compulsório — permitindo maior flexibilidade no seu uso — e a posterior criação da conta de reservas, os bancos vêm mantendo maior volume de encaixe voluntário como forma de evitar possíveis dificuldades no controle da conta de reservas. Caso esse comportamento permaneça, é de se esperar a estabilidade do multiplicador monetário dentro das metas programadas ou até a redução do seu valor.

Os efeitos expansionistas sobre o multiplicador, decorrentes do aumento de ( $\lambda$ ) e da redução de ( $r$ ), tendem a ser neutralizados pela redução da base monetária, não podendo ser dito, *a priori*, o resultado final sobre a oferta monetária. Há que se admitir, contudo, que existe um máximo permitido para ser preenchido do compulsório com títulos públicos e um volume mínimo a ser mantido na conta de reserva, sob pena de o banco infrator responder a penalidade prevista. Alcançados esses níveis, fica teoricamente assegurado o impacto contracionista sobre a oferta monetária. Há que se reconhecer que antes da introdução do Sistema Especial de Liquidação de Títulos (Selic), que opera com recursos prontamente disponíveis, os bancos ampliavam a massa de depósitos no Banco do Brasil através do “Float” (cheques em trânsito), o que não garantia que os bancos fossem obrigados a retrain as operações ativas e diminuir a criação de moeda diante da venda de títulos pelo Banco Central. A eliminação do “Float” ocorreu naturalmente, com o esvaziamento da conta de depósitos voluntários no Banco do Brasil e com a centralização desses depósitos no Banco do Brasil em Brasília.

### 3.2 A política restritiva e o crescimento financeiro

A política monetária restritiva se caracteriza pela limitação da oferta monetária e de fundos disponíveis, com o propósito de reduzir o dispêndio global, para se ter finalmente menores taxas de crescimento dos preços. O controle da demanda de fundos por parte das autoridades monetárias se resume às colocações de títulos públicos federais (cerca de 40% do total — posição em dezembro/77), uma vez que a emissão dos haveres financeiros privados não está submetida a qualquer tipo de controle. Da mesma forma ocorre com a oferta de recursos, quando se constata controle apenas sobre a oferta de empréstimos dos bancos comerciais, segundo tetos fixados no orçamento monetário. Os demais canais de crédito, que não os bancos comerciais, permanecem livres de qualquer tipo de controle.

O controle sobre a oferta e procura de recursos assume extrema importância, quando o Governo pretende desencadear um programa de estabilização de preços, já que a sua atenção deve-se prender não somente ao volume de liquidez imediata ( $M_1$ ), mas também à capacidade dos intermediários financeiros de gerar crédito, tendo em conta que o volume global de crédito condiciona a demanda agregada.

Assim, para efeito de política monetária, os demais conceitos de moeda ( $M_2/M_3 \dots$ <sup>4</sup>) devem ser acompanhados, inclusive porque a substituição de  $M_1$  por esses haveres cria um esquema de influência constante sobre  $M_1$ , ao provocar alterações sobre a base e o multiplicador e com dificuldades adicionais para o controle monetário.

Ainda com relação à implementação da política monetária, deve-se ter em conta que, quando a política é nitidamente contracionista, o crescimento exagerado dos haveres financeiros privados pode comprometer as operações de mercado aberto, à medida que a massa crescente desses haveres provoca tensões sobre a liquidez global do sistema, quando as caixas dos emitentes se encontram pressionadas pelo resgate, seja antecipado ou não. Sendo estreitos os mercados dos haveres financeiros privados e não havendo suporte de liquidez por parte dos emitentes, as pressões finais sobre a liquidez do mercado financeiro decorrentes da expansão exagerada dos haveres financeiros privados terminam por provocar elevação generalizada nas taxas de juros, que acabam por impedir maiores colocações de títulos públicos para se efetivar a política monetária.

### 3.3 Os agregados monetários e as formas de controle

As possíveis formas de controlar os agregados, além do depósito compulsório, são apresentadas por Meek (1974), quando coloca duas formas de procedimento com relação a esse controle: a primeira (conhecida como monetarista) crê que o problema do controle deva ser resolvido utilizando-se as operações de mercado aberto e através de instruções dadas à sala de operações do Banco Central, em termos de base monetária, sem considerar qualquer intervalo de variação para as taxas de juros. A segunda, utilizada pela maioria dos Bancos Centrais, inclusive o do Brasil, considera o problema do controle monetário inseparável do comportamento das taxas de juros. Nesta segunda hipótese, instruções podem ser dadas em função de alguma variável operacional (reservas livres ou base monetária), porém levando em consideração níveis coerentes e aceitáveis das taxas de juros.

Sustentador do pensamento monetarista, Friedman (1974) afirma que as modificações nos agregados monetários têm sido feitas com base no relacionamento moeda-mercado (através das taxas de juros) e que esse dispositivo indireto de controle é insuficiente, no sentido de que as condições de moeda e mercado são afetadas por muitas outras forças, além das operações de mercado aberto, po-

<sup>4</sup> Existem no Brasil diversas definições de moeda além da convencional ( $M_1$ ). No caso presente, obteve-se por testes empíricos realizados no período de 1968/73, os seguintes conceitos – veja Agostinho (5):

$M_1$  = Moeda em poder do público + total dos depósitos à vista nos bancos comerciais.

$M_2$  =  $M_1$  + 0,55 (cadernetas de poupança + depósitos a prazo).

$M_3$  =  $M_2$  + 0,33 (letras de câmbio).

dendo mesmo se ter uma situação de liquidez e das taxas de juros completamente diferente da programada pelo Banco Central. O procedimento alternativo sugerido por Friedman consiste em operar diretamente sobre a base monetária, a qual, segundo ele, deve ser controlada pelo Banco Central.<sup>5</sup> O controle da base, aliás, é um dos requisitos básicos para se utilizar este tipo de modelo de oferta monetária.

Com base na proposição de Friedman, no sentido de operar sobre a base monetária, sugerimos o esquema de controle dos agregados, na forma seguinte:

$$\begin{aligned}\dot{M}_1 &= \dot{k}_1 + \dot{B}_1 \\ \dot{M}_2 &= \dot{k}_2 + \dot{B}_2 \\ \dot{M}_3 &= \dot{k}_3 + \dot{B}_3\end{aligned}$$

onde  $\dot{M}_1$ ,  $\dot{k}_1$ ,  $\dot{B}_1$  representam, respectivamente, as taxas de crescimento da moeda, do multiplicador e da base definida para  $M_1$ . Burguer (1971) define essas mesmas taxas de crescimento em função da base monetária líquida, que representa a base deduzida dos empréstimos dos bancos comerciais junto às autoridades monetárias.

Para se implantar esse modelo, tomemos o relacionamento entre os diversos agregados monetários ( $M_1$ ,  $M_2$ ,  $M_3$  e base monetária). A figura 3 e a tabela 13 mostram um relacionamento bastante positivo entre eles, quando tomados em termos reais. A evidência principal é que no período em que a base se mostrou pressionada com taxas de crescimento pequena ou negativa, os haveres financeiros acompanharam esse comportamento.

As cadernetas de poupança parecem fugir à regra, principalmente nos anos de 1970 e 1972 (veja tabela 14), quando em curto espaço de tempo mostraram crescimento acentuado, mesmo com a base monetária pressionada. A observação mais atenta nos revela, contudo, que o crescimento das cadernetas de poupança se reduz quando se toma um período maior de restrição da base, o que aliás é o procedimento correto em se tratando de controle monetário, quando deve ser levado em consideração um período maior de tempo (geralmente um ano).

A maior elasticidade-renda das cadernetas, associada ao excelente crescimento do produto em 1971 e 1972 (crescimento médio de 10,7% ao ano) e a elevação da inflação nesse período, com o conseqüente aumento da correção monetária, explicam o comportamento antes constatado nas cadernetas de poupança.

Da simples observação das taxas de crescimento dos agregados monetários (tabela 13), constata-se o forte relacionamento entre os agregados e a base monetária definida para  $M_1$ . Muito embora as variações na base tenham mostrado, quase sempre, o mesmo efeito qualitativo sobre os agregados, Burguer (1971)

<sup>5</sup> O estudo do comportamento da base monetária nos mostrou que esta vem se comportando diferentemente do programado, o que revela a dificuldade de controle por parte do Banco Central.

Figura 3  
Agregados monetários

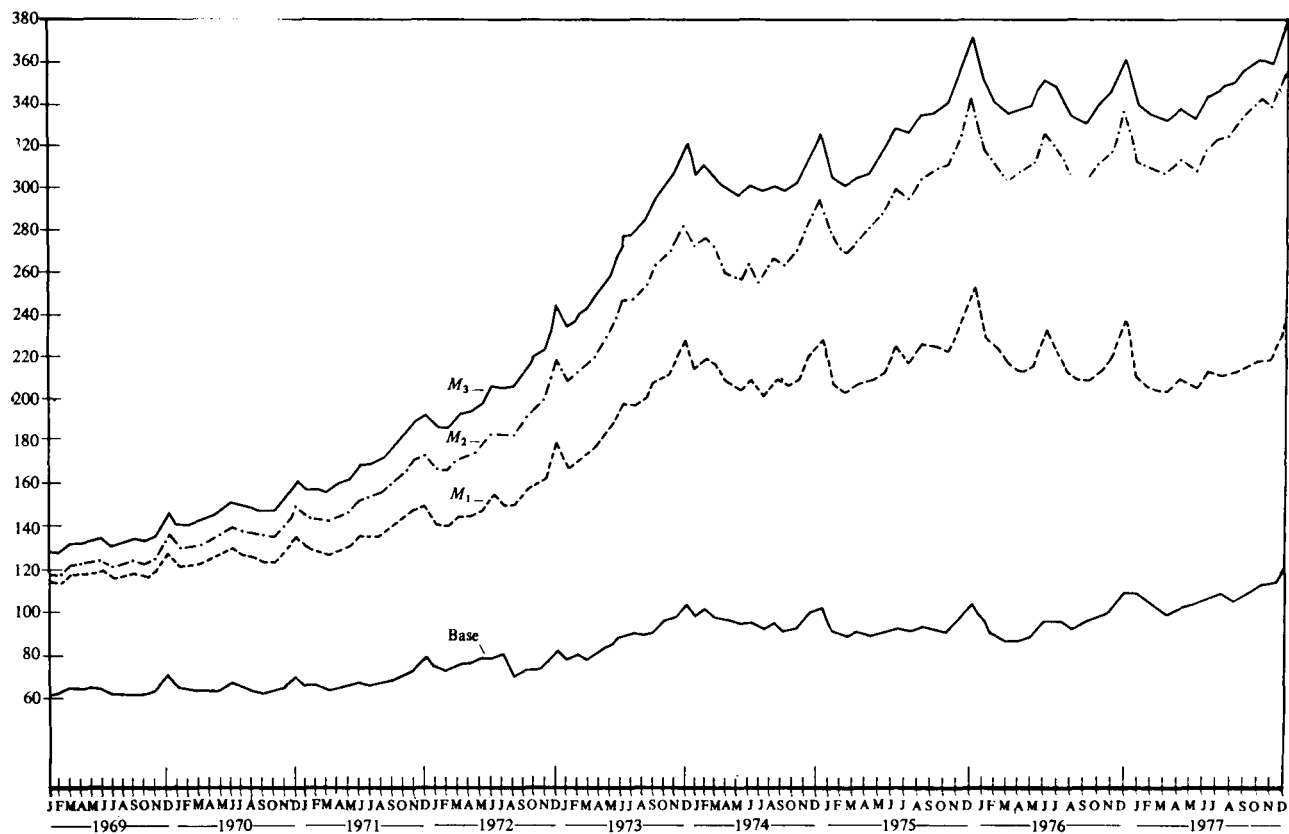


Tabela 13  
Comportamento dos agregados monetários  
(Crescimento real)

Período	1970							1971						
	M1	CP	DP	M2	LC	M3	Base	M1	CP	DP	M2	LC	M3	Base
Jan.	- 4,92	6,34	9,12	- 4,20	1,55	- 3,76	- 9,08	- 4,07	7,66	12,97	- 3,20	1,59	- 2,84	- 4,61
Fev.	- 0,41	4,86	1,89	- 0,21	0,23	- 0,18	- 1,28	- 0,57	1,86	1,32	- 0,35	4,18	0,24	- 0,15
Mar.	0,83	4,00	6,54	1,14	- 0,53	1,01	- 2,00	- 1,55	3,11	2,18	- 1,13	- 0,31	- 1,28	- 3,75
Abr.	1,77	6,68	4,31	1,99	0,77	1,88	0,76	1,27	3,65	3,04	1,49	14,52	2,60	2,54
Mai	2,23	13,85	3,51	2,54	1,95	2,50	1,75	1,32	0,80	5,17	1,57	1,59	1,68	1,68
Jun.	1,68	6,00	4,07	1,90	0,32	1,71	3,51	4,41	0,40	3,94	4,23	0,68	3,88	5,01
Jul.	- 1,90	10,22	4,89	- 1,28	0,65	- 1,13	- 2,55	- 0,07	4,77	7,67	0,70	0,56	0,60	1,03
Ago.	- 0,84	3,99	4,74	- 0,40	- 0,26	- 0,40	- 1,91	0,25	2,84	6,64	0,86	6,40	1,37	0,68
Set.	- 1,59	3,02	3,93	- 1,16	0,71	- 1,01	- 1,70	2,93	2,58	4,00	3,00	2,40	2,94	1,97
Out.	- 0,28	2,00	3,43	0	2,73	0,21	2,12	2,85	7,10	10,66	3,69	1,83	3,52	2,84
Nov.	4,09	5,09	5,11	4,19	2,54	4,05	2,25	2,79	2,85	6,88	3,17	5,02	3,34	4,41
Dez.	5,16	5,47	5,39	5,74	1,98	5,44	5,83	0,75	3,26	6,23	1,38	6,33	1,85	7,35

Período	1972							1973						
	M1	CP	DP	M2	LC	M3	Base	M1	CP	DP	M2	LC	M3	Base
Jan.	- 5,92	6,95	6,18	- 4,20	2,89	- 3,49	- 6,46	- 6,77	3,29	5,88	- 4,64	4,04	- 3,76	- 4,05
Fev.	- 0,55	1,33	4,28	0,07	1,07	0,18	- 1,18	2,49	1,33	0,73	2,17	2,26	2,18	2,31
Mar.	3,52	4,30	0,37	3,19	0,96	2,95	2,97	1,56	2,97	1,54	1,65	3,28	1,82	- 1,64
Abr.	0,23	8,39	1,28	0,72	2,60	0,91	1,29	3,86	5,07	1,98	3,69	2,67	3,57	4,65
Mai	1,03	4,00	3,45	1,50	2,88	1,65	3,06	3,16	4,44	5,58	3,56	3,52	3,55	3,22
Jun.	5,01	4,65	1,06	4,48	3,71	4,40	0,40	6,43	5,08	3,74	5,98	1,99	5,54	4,50
Jul.	- 2,11	7,29	8,20	- 0,41	- 2,36	- 0,62	1,44	- 0,90	6,76	2,55	0,04	3,98	0,45	1,60
Ago.	- 0,84	4,75	3,07	- 0,15	2,75	0,16	- 12,60	1,32	3,02	4,59	1,88	3,72	2,07	- 0,47
Set.	3,82	5,32	3,13	3,82	1,35	3,55	3,27	4,53	3,68	3,11	4,27	2,32	4,06	1,34
Out.	2,59	5,46	9,65	3,63	2,62	3,52	1,74	1,46	6,12	0,99	1,71	2,99	1,85	5,36
Nov.	2,39	2,99	0,49	2,18	1,65	2,13	2,02	2,88	2,60	- 0,27	2,42	3,41	2,53	1,60
Dez.	9,82	3,64	4,34	8,75	3,43	8,19	8,25	4,78	2,51	- 2,47	3,65	2,56	3,53	6,28

(continua)

(conclusão)

Período	1974							1975						
	M1	CP	DP	M2	LC	M3	Base	M1	CP	DP	M2	LC	M3	Base
Jan.	- 6,55	4,08	0,28	- 4,96	- 3,82	- 4,84	- 3,82	- 9,23	8,55	1,77	- 6,10	- 1,43	- 5,66	- 10,74
Fev.	1,76	- 0,70	- 0,32	1,30	1,69	1,34	1,87	- 2,15	0,36	- 0,89	- 1,69	- 1,21	- 1,65	- 3,30
Mar.	- 1,13	- 0,44	- 2,28	- 1,23	- 2,59	- 1,38	- 3,43	2,34	2,52	0,03	2,07	- 0,06	1,86	2,04
Abr.	3,82	1,17	- 5,58	- 3,68	- 2,02	- 3,50	- 1,20	0,31	7,52	2,55	1,48	0,21	1,36	- 0,82
Mai	- 1,70	0,11	- 0,15	- 1,37	- 6,48	- 1,94	- 0,52	2,95	0,35	4,63	2,83	0,03	2,56	0,60
Jun.	2,46	2,56	- 1,27	1,99	- 0,84	1,69	- 0,41	4,17	2,30	3,98	3,91	- 0,62	3,49	2,50
Jul.	- 3,37	9,47	- 2,75	- 2,27	- 0,58	- 2,09	- 1,95	- 2,94	7,13	2,72	- 0,96	0,90	- 0,79	- 0,87
Ago.	3,82	3,08	0,21	3,31	0,38	3,00	1,86	3,84	0,54	3,16	3,32	- 0,31	2,99	2,63
Set.	- 1,90	3,08	6,41	- 0,46	- 0,21	- 0,43	- 3,91	- 0,28	2,68	3,76	0,66	0,33	0,63	- 0,47
Out.	1,18	17,21	0,82	2,62	1,56	2,51	1,13	- 0,63	5,74	2,35	0,63	1,40	0,70	- 2,63
Nov.	5,68	2,16	1,46	4,78	0,05	4,30	7,70	5,70	- 0,33	0,05	4,06	0,72	3,76	6,70
Dez.	3,55	2,30	0,29	3,03	- 1,16	2,61	2,09	7,04	2,80	- 0,44	5,46	1,46	5,11	11,39

Período	1976							1977						
	M1	CP	DP	M2	LC	M3	Base	M1	CP	DP	M2	LC	M3	Base
Jan.	- 9,32	6,81	- 0,78	- 6,12	- 0,46	- 5,65	- 10,23	- 11,87	8,25	1,28	- 6,75	- 2,69	- 3,33	- 1,44
Fev.	- 2,39	- 2,40	- 3,24	- 2,51	- 2,38	- 2,50	- 6,57	- 1,52	- 2,58	1,95	- 1,28	- 2,70	- 4,58	- 6,23
Mar.	- 2,43	0,85	- 2,83	- 2,00	- 3,17	- 2,10	- 3,05	- 1,15	- 0,63	2,33	- 0,58	- 4,06	- 0,84	- 1,51
Abr.	- 1,08	6,39	1,37	0,40	- 1,78	0,21	0,69	2,71	1,36	0,52	2,14	- 3,48	1,74	2,26
Mai	0,37	- 1,11	2,77	0,46	- 2,05	0,24	0,73	- 2,01	- 3,01	1,89	- 1,68	- 2,63	- 1,74	0,10
Jun.	6,23	2,44	1,47	4,97	- 0,10	4,55	8,07	4,15	1,81	1,98	3,38	- 2,21	3,01	1,96
Jul.	- 4,21	7,47	1,59	- 1,62	- 1,37	- 1,60	- 0,36	- 1,51	10,86	0,21	1,13	0,32	1,08	3,94
Ago.	- 3,97	- 1,70	- 6,01	- 3,87	- 2,40	- 3,75	- 3,51	0,46	0,15	6,09	1,17	1,90	1,22	- 2,62
Set.	- 0,78	2,00	- 2,26	- 0,50	- 2,93	- 0,70	2,93	2,28	1,56	0,24	1,83	0,54	1,75	2,65
Out.	1,93	7,40	- 0,88	2,53	- 0,76	2,28	1,98	0,84	2,93	4,56	1,81	1,10	1,76	3,21
Nov.	2,46	- 1,09	2,22	1,77	- 0,92	1,56	5,06	- 0,15	- 2,69	2,94	- 0,24	- 1,14	- 0,29	0,55
Dez.	7,93	2,53	- 1,00	5,80	- 0,72	5,42	8,31	8,18	0,33	4,04	5,93	5,25	5,89	6,05

Fonte dos dados brutos: relatórios e boletins do Banco Central.

ressalta que as elasticidades dos diversos agregados com relação à base são diferentes entre si, sendo mais elástico em relação a  $M_1$ . Essas evidências são confirmadas através das taxas de crescimento reais dos agregados, tendo as cadernetas de poupança mostrado menor resposta ao comportamento da base, a curto prazo.

A tabela 14 mostra a correlação da base monetária e do estoque de moeda ( $M_1$ ), no período de 1969 a 1976 (96 observações), com diversas variáveis. É nítido o maior coeficiente de variação das cadernetas, da mesma forma que a correlação, no período em questão, entre a caderneta, base e moeda ( $M_1$ ) é a mais baixa, o que confirma o exposto anteriormente.

Tabela 14  
Relacionamento da base e da moeda ( $M_1$ ) com os demais agregados

Variáveis	Coefficiente de variação	Correlação da base c/as variáveis	Correlação de $M_1$ c/as variáveis
Base monetária	0,17173	1,000	0,973
Moeda ( $M_1$ )	0,24089	0,973	1,000
Moeda ( $M_2$ )	0,32844	0,954	0,990
Moeda ( $M_3$ )	0,35922	0,897	0,930
Caderneta de poupança	0,90725	0,818	0,869
Depósito a prazo	0,58167	0,934	0,976
Letras de câmbio	0,26525	0,929	0,945

A sugestão que aqui se faz é que se utilize as operações de mercado aberto para acionar a base monetária, a fim de controlar a expansão excessiva dos haveres não-monetários. Muito embora o relacionamento da caderneta com a base e com a oferta monetária não seja uniforme, ano a ano, sente-se através da tabela 15 que a

Tabela 15  
Correlação da caderneta com a base e a moeda ( $M_1$ )

Ano \ Caderneta	Base	Moeda $M_1$
1969	0,369	0,637
1970	0,425	0,682
1971	0,884	0,963
1972	0,124	0,922
1973	0,976	0,983
1974	0,072	0,421
1975	0,676	0,874
1976	0,773	0,005



correlação é maior com a moeda ( $M_1$ ), constatando-se inclusive certa irregularidade na correlação entre a caderneta de poupança e a base monetária.

### 3.4 *Dificuldades na implementação das operações de mercado aberto*

Torna-se oportuno lembrar, também, que a efetivação de um maior controle monetário usando as operações de mercado aberto se concretizará quando certas dificuldades, atualmente existentes, forem contornadas, como as enunciadas a seguir:

1. Impor um maior controle sobre as operações ativas das autoridades monetárias (empréstimos do Banco do Brasil e fundos e programas administrados pelo Banco Central) que são os principais responsáveis pela expansão da oferta monetária além do programado. A presença do Banco do Brasil como agente financeiro do Tesouro Nacional e a existência de linhas de crédito extra-orçamentárias torna o problema do controle monetário acentuadamente complexo. Nesse sentido, torna-se necessária a redefinição das funções da autoridade monetária, onde o Banco do Brasil opere exclusivamente como banco comercial e o Banco Central se limite às funções de controlador da moeda.

A introdução da sistemática da conta de reserva bancária — que deverá indicar a verdadeira disponibilidade de reservas dos bancos — e o fiel cumprimento das metas de crédito fixadas no orçamento monetário substituem, em parte, a reforma das autoridades monetárias, que se apresenta como urgente.

2. Os mercados financeiros, inclusive o mercado de LTN, são estreitos o bastante para não permitirem operações de grande porte e capazes de neutralizar os desvios da base, os quais, como vimos, assumem elevado montante. O problema crucial não é so o tamanho da massa de títulos em poder do mercado, e sim como estão distribuídos esses títulos. Como grande parcela de títulos está concentrada nas mãos de um pequeno número de instituições, no caso de não haver maior interesse em ampliar as posições, o Banco Central terá dificuldades em colocar os novos títulos, mesmo com taxas de desconto mais elevadas. Meltzer (1970) reconhece que a alteração nas taxas de desconto e a absorção dos novos ativos só se verifica quando se procura alcançar a proporção desejada do *portfolio* das instituições financeiras e tudo depende da composição deste e não do seu tamanho e nem do tamanho do próprio mercado.

A capacidade operacional do instrumento se reduz, exatamente, quando para efetuar maiores colocações de LTN tornam-se necessários novos acréscimos nas taxas de desconto. Essa elevação nas taxas de desconto, se significativa, poderá prejudicar o funcionamento do mercado, uma vez que a expectativa de novos aumentos nas taxas de desconto das LTN pode levar o mercado a se tornar vendedor, para adquirir os papéis, mais tarde, em condições mais vantajosas ou incapacitar as instituições de negociar suas carteiras, na medida em que a rentabi-

lidade dos novos papéis supera em muito a rentabilidade dos emitidos anteriormente.

Ao término do ano de 1979, com a política de redução das taxas de juros, o Banco Central imprimiu nova orientação à administração da dívida pública mobiliária, no sentido de que as LTN — que são papéis de curto prazo e maior liquidez — devem se destinar à remuneração de recursos ociosos e como tal devem ter a rentabilidade mais baixa da estrutura. Dentro dessa filosofia, as LTN perderam a sua agressividade em mercado e como tal pouco deve ser esperado desse instrumento em termos de controle monetário.

3. A assiduidade dos bancos à assistência financeira do Banco Central, contrariando a própria filosofia do instrumento que é servir de fonte de recursos de última instância. Essa conduta pode até neutralizar o impacto monetário causado pelos demais instrumentos de política monetária. A assistência financeira deve atender a casos isolados de ajuste de liquidez, ou mesmo generalizado de todo o sistema bancário, porém não pode ser aceita em caráter permanente, já que isso revela desequilíbrios estruturais ou falta de programação, quando cabe então ajustar o conjunto de operações ativas ou as exigibilidades dos bancos comerciais e não resolver as dificuldades de liquidez através de empréstimos junto ao Banco Central.

4. A rigidez que existia no compulsório, ao proibir saques sobre os depósitos (parte em moeda), não propiciava aos bancos meios de minimizar as flutuações diárias de suas reservas, o que contribuía para as variações bruscas nas taxas de juros do mercado monetário. A isso acrescentava-se o fato de o sistema de recolhimentos do compulsório ajustar os saldos em datas fixas, o que provocava perdas generalizadas de reservas nas datas de recolhimento ou a devolução de recursos à caixa bancária. O compulsório, montado em bases médias, a partir de agosto/78, associado às operações de mercado aberto deve funcionar como amortecedor da liquidez dos bancos, podendo eliminar grande parte das flutuações na liquidez e conseqüentemente nas taxas de juros do mercado monetário.

5. A integração do balanço de pagamentos na teoria da determinação do estoque de moeda, segundo Fendt (1977), faz com que o balanço de pagamentos se constitua no veículo através do qual excesso ou falta de moeda se elimine automaticamente, e assim não faz sentido, segundo o mesmo autor, discutir o controle monetário no longo prazo, já que a atuação permanente de qualquer instrumento de controle monetário fica invalidada pelo comportamento das reservas externas. Como a aplicação do esquema aqui proposto é temporária, espera-se que, a curto prazo, alguns resultados positivos possam ser obtidos.

Do ponto de vista prático, o controle dos haveres financeiros privados poderá ser efetuado simultaneamente nos mercados primário e secundário. As LTN concorrerão com os demais papéis no mercado primário, desde que ofereçam maior rentabilidade para atrair os recursos antes aplicados nos outros haveres não-

monetários. As cadernetas de poupança sofrerão os efeitos da concorrência das LTN apenas na faixa dos grandes depositários, uma vez que para as pequenas contas é remota a aplicação desses recursos no mercado monetário, devido à existência de valor mínimo para ser aplicado e a sofisticação técnica das aplicações que não são do domínio dos pequenos poupadores.

Na hipótese de maior liberdade para as taxas de desconto das LTN, os certificados de depósitos bancários (CDB's) e as letras de câmbio (LC) sofrerão fatalmente uma concorrência mais forte por parte das Letras do Tesouro Nacional (LTN) por serem melhores substitutos. No caso dos CDB's de grande valor e de primeira linha que operam no mercado monetário, o controle feito sobre eles pelas LTN deverá funcionar melhor dada a semelhança de clientes. Além disso, as elevações permanentes nas taxas dos CDB's para competir na captação com os títulos públicos terminará por tornar a taxa de aplicação desses recursos extremamente elevada e como tal desestimulando os tomadores de empréstimos. O desestímulo à tomada de empréstimos deve ser aceito com reservas em função da inelasticidade dos empréstimos e tendo em conta, principalmente, a atual política de juros das LTN, que limita ao máximo a rentabilidade desses ativos.

Mesmo que não se consiga travar no mercado primário o crescimento dos haveres privados, resta considerar que as instituições financeiras centralizam a caixa de maneira a alocar os recursos nas alternativas de maior retorno. Dessa forma, parte dos empréstimos que seriam concedidos são aplicados em títulos públicos ou são concedidos financiamentos a algum outro intermediário financeiro que esteja com esses títulos em carteira. Mesmo para as sociedades de crédito imobiliário que podem praticar aplicações diversas com os recursos captados, há a alternativa de adquirir títulos públicos ou financiar a posição de haveres financeiros, inclusive os públicos.

Quanto ao mercado secundário dos haveres privados, diante de uma restrição monetária provocada pela cotação de títulos públicos, assistiria fatalmente à perda de liquidez desses haveres, a qual já é bastante reduzida. Com isso, novas colocações seriam inibidas. Mesmo para os poupadores de cadernetas de poupança a atração é exercida, à medida que o custo dos financiamentos ou a rentabilidade mais elevada dos títulos públicos atrai os recursos para esse mercado. Cuidado especial deve ser tomado para se evitar uma drenagem excessiva de recursos junto aos canais privados, já que esses intermediários se revelam vulneráveis dada a pouca flexibilidade que dispõem para atuar. Como o período de aplicação de uma política desse tipo é geralmente pequeno, tais efeitos adversos fatalmente não chegarão a se concretizar.

#### **4. Conclusões e perspectivas**

Resumindo o conteúdo do presente estudo, pode ser dito que, não obstante o esforço das autoridades no sentido de conter a excessiva expansão da moeda,

reduzido êxito se conseguiu no período de 1970-79, já que a oferta monetária ( $M_1$ ) tem superado, em muito, as metas previstas no orçamento monetário. O desvio médio da base monetária (12% no triênio 1975-77), em relação ao previsto no orçamento, gerou a expansão monetária de 9,6% acima do esperado, nesse mesmo período, muito embora o multiplicador, que deixou de crescer a partir de 1976, tenha compensado o maior crescimento da base monetária.

Constatou-se também que a expansão substancial dos empréstimos do Banco do Brasil e as aplicações dos fundos administrados pelo Banco Central se constituíram nos principais fatores responsáveis pelo maior crescimento na base monetária. Mais recentemente, a captação de recursos pelas autoridades monetárias (crescimento médio de 62% no período de 1971-77) vem superando as aplicações (incremento de 51% no intervalo de 1971-77), o que de certa forma gera uma expectativa animadora quanto à melhora do controle monetário.

O crescimento do multiplicador e a maior flutuação por ele apresentada decorreram da evolução financeira (redução dos depósitos voluntários dos bancos no Banco do Brasil, mercado de cheque BB e a formação de reservas de segunda linha com haveres líquidos) e de imperfeições na condução dos instrumentos de política monetária (liberalidade excessiva na assistência financeira e a mudança do compulsório de instrumento de controle monetário para crédito seletivo).

Os parâmetros do multiplicador regido pelas autoridades monetárias foram os que maiores desvios apresentaram em relação ao programado. Isso assume relevância por terem esses parâmetros a função de neutralizar o impacto das variações dos parâmetros regidos pelo público sobre o multiplicador. As modificações na condução da política monetária, a partir de 1975, conduziram à redução do multiplicador e eliminaram a flutuação excessiva em seu valor.

Sente-se, assim, que a melhor implementação e coordenação dos instrumentos de política monetária e o maior controle sobre as operações ativas das autoridades monetárias, principalmente as operações do Banco do Brasil e os fundos e programas administrados pelo Banco Central, conduzirão a resultados mais satisfatórios em termos de controle monetário.

Quanto à utilização das operações de mercado aberto como instrumento de controle monetário, deve ser reconhecida a dificuldade de implementação, no momento atual, dadas as naturais restrições de caráter institucional e da própria estrutura do mercado financeiro. A política de redução das taxas de juros, recentemente implantada pelo Banco Central, terminou por estabelecer objetivos mais modestos para as operações de mercado aberto.

Há que se reconhecer contudo que, do ponto de vista ortodoxo da política monetária e removidas as restrições ao melhor desempenho desse instrumento, é perfeitamente factível o uso das operações de mercado aberto como o principal instrumento de controle da oferta monetária e do crescimento dos haveres financeiros privados.

## Anexo

### Balancete consolidado das autoridades monetárias

#### 1. Aplicações

##### 1.1 *Empréstimos do Banco do Brasil*

###### 1.1.1 Ao setor privado

###### 1.1.1.1 Sujeitos a teto no orçamento monetário

1. *Normais* – engloba os empréstimos concedidos aos diversos setores da economia pelo Banco do Brasil, com a finalidade de melhor direcionar o crédito.

a) empréstimos à indústria e ao comércio através da Carteira de Crédito Geral (Crege). Principais destinatários: pequena e média empresas, crédito educativo, Pronazem, supermercados, Proálcool e outros;

b) empréstimos à agricultura através da Carteira de Crédito Agrícola e Industrial (Crai). Principais financiamentos: custeio, investimentos (tratores, máquinas e implementos), Procal, Pronazem, Proterra e Polocentro;

c) financiamentos concedidos à exportação pelas Carteiras de Câmbio e do Comércio Exterior, respectivamente Câmbio e Cacex.

2. *Com repasses do Bacen* – considera os empréstimos realizados de acordo com as determinações do Banco Central e que objetivam basicamente à formação bruta de capital fixo do setor agropecuário e a minimização de problemas emergenciais provocados por calamidades públicas. Principais financiamentos: Proálcool, Finex, estoques reguladores (carne, arroz, feijão) e operações por ordem de conta (são operações autorizadas pelo Conselho Monetário Nacional), que se destinam a apoio a empresas públicas (DNER, Sunamam, Itaipu, Açominas). Estoques reguladores (carne, feijão e arroz) com recursos provenientes da Caixa Econômica Federal e do INPS (lastro em ORTN) e adiantamentos do Banco Central. O Banco do Brasil funciona como mero prestador de serviços.

###### 1.1.1.2 Com rubricas específicas

1. *Operações especiais* – são os financiamentos para atendimento de políticas especiais de crédito.

a) preços mínimos: são operações de aquisição e comercialização de safras agrícolas. A Crege concede os financiamentos, enquanto as aquisições ocorrem pela Crai;

- b) compra e venda de trigo nacional: considera as operações de aquisição e venda de trigo nacional e leva em conta para a dotação orçamentária a perspectiva de sucesso ou de frustração da safra nacional;
- c) financiamentos concedidos através do Pasep, Fesp e Fundo Café, destinando-se os dois primeiros ao capital de giro das empresas privadas, enquanto o terceiro se destina às operações de financiamento para plantio e comercialização do café;
- d) empréstimos a autarquias econômicas (IAA): são operações para compra de açúcar para exportação e *warrantagem*. Incluía anteriormente, as operações com o IRGA, para a formação de estoques de arroz, que passaram a ser feitas com repasses do Banco Central.

Não obstante essas operações não estejam sujeitas a teto, para fins de controle da situação global do Banco do Brasil em face da programação monetária, essas aplicações estão condicionadas à efetiva disponibilidade de fundos (empréstimos do Pasep, Fesp, recursos externos e recursos aprovacionados por entidades diversas).

2. *Com outros recursos* — considera os financiamentos concedidos ao setor agropecuário, com destaque para o Funproçúcar, com recursos aprovacionados por entidades diversas (USAID, AID). Inclui os financiamentos (com recursos externos) para a implantação e reforma de pequenas e médias empresas, financiamentos de capital fixo e equipamentos e para expansão e modernização das pequenas e médias empresas.

### 1.1.2 Ao setor público

São os empréstimos efetuados através de Fundos de Desenvolvimento (FDU, FDPI, MPLAN), empréstimos a Governos estaduais e municipais, empréstimos com recursos do Pasep e empréstimos a autarquias não-econômicas.

## 1.2 Aplicações do Banco Central

### 1.2.1 Junto a instituições financeiras

1. *Redescontos* — considera o subconjunto de contas a seguir.

- a) empréstimos concedidos aos bancos comerciais com a finalidade de descontar operações com café;
- b) empréstimos à produção de manufaturados exportáveis (Resolução n.º 398) e comercialização de manufaturados (Resoluções n.ºs 329 e 330).

## 2. *Empréstimos e adiantamentos* — inclui os itens seguintes:

- a) empréstimos de liquidez ou assistência financeira junto aos bancos comerciais. Dado o caráter de instrumento de política monetária dessas operações, as projeções são de natureza indicativa. A partir de abril de 1976 criou-se o empréstimo de liquidez aos bancos de investimento e sociedades de crédito, financiamento e investimento;
- b) refinanciamento à produção de manufaturados exportáveis, através dos bancos de investimento (Circular n.º 280 do Banco Central). Considera também financiamentos para outras finalidades, como suprimentos, adiantamentos, outros empréstimos e refinanciamento compensatório (até maio de 1976).

## 3. *Fundos e programas*

- a) Reserva monetária — são aplicações concedidas através do BNDE, Basa e BNB com recursos da reserva monetária, exclusive repasses para outros fundos do Banco Central. Destina-se também a atender despesas para normalização do mercado financeiro, empréstimos à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Susep e outras aplicações.
- b) Funagri (Fundo Geral para Agricultura e Indústria) — se destina a financiar as operações dos seus diversos programas (FNRR, Fundag, Fundepe, Proálcool etc.). Os recursos provêm de reserva monetária, de adiantamentos do Banco Central, Tesouro Nacional (Orçamento da União) e FDPE-Café, principalmente de recursos externos destinados a programas especiais (corredor de exportação). Essas aplicações são efetuadas através dos bancos comerciais (principalmente Banco do Brasil), bancos de investimento e desenvolvimento (BNDE), caixas econômicas e cooperativas, com recursos repassados pelo fundo.
- c) Proterra — são operações de financiamento destinadas a implementar o Programa de Redistribuição de Terras e de Estímulos à Agro-Indústria do Norte e Nordeste. Os créditos são concedidos através dos Bancos do Brasil, Basa e Nordeste.
- d) Repasses e Transferências do Pasep ao BNDE — são aplicações feitas através do BNDE para atender a financiamento de capital fixo, com recursos repassados pelo Banco do Brasil (Resolução n.º 298, de julho de 1974).
- e) Outros — inclui aplicações diversas com recursos originários de diversos canais como o Fundo do Café, Polonordeste e outros.

## 4. *Outras Aplicações* — engloba as diversas subcontas a seguir, que são financiadas com recursos provenientes da reserva monetária.

- a) financiamentos às exportações através dos bancos comerciais credenciados (Finex). Essas operações tiveram início em maio/76 e são de pequeno valor;

- b) créditos a receber — são os empréstimos e adiantamentos concedidos a instituições financeiras sob intervenção ou liquidação extrajudicial (este item apresenta saldo crescente);
- c) títulos a receber — são as aplicações junto a instituições financeiras referentes a títulos de responsabilidade dessas instituições referentes a créditos e direitos cedidos;
- d) devedores e credores diversos — são os adiantamentos concedidos a instituições em liquidação extrajudicial ou que estejam absorvendo outras instituições (este item apresenta saldo reduzido).

#### 1.2.2 Outras aplicações de fundos e programas administrados pelo Banco Central

1. Reserva monetária -- refere-se ao aporte financeiro para atender a normalização dos mercados financeiros e de capitais. Até 1975 se destinava a atendimentos de programas de entidades governamentais não financeiras (Susep, Siderbrás, Ceplac, CSN);
2. Funagri — são os empréstimos a entidades não-financeiras destinados a atender a programas específicos do Governo;
3. *Fundo de Defesa de Produtos de Exportação — Café* (FDPE-Café): são operações para compra de café para a formação de estoque oficial, custeio administrativo do IBC e outras despesas, excluindo-se os repasses ao Banco do Brasil e ao Funagri. Os recursos se originam da cota de contribuição sobre a exportação de café, além da venda de estoques oficiais ao mercado interno e a entrepostos aduaneiros.

#### 1.2.3 Contas cambiais (saldo líquido)

Refere-se ao montante de cruzeiros despendido pelas autoridades monetárias (Banco Central) para atender ao controle total de câmbio. Refere-se ao saldo líquido das contas cambiais, já consideradas as reservas internacionais e os direitos especiais de saques (DES) que entram com sinal negativo já que não geram conversão em cruzeiros. O volume dessa conta varia não só em função do ingresso de divisas como também em decorrência da desvalorização cambial.

#### 1.2.4 Outras contas (saldo líquido)

Saldo líquido das demais contas não incluídas no orçamento: são as contas do ativo e do passivo, sendo o saldo líquido apurado contabilmente. No ativo destacam-se: a) *Banco Central* — conta movimento, conta de compensação de cheques



e operações de câmbio; b) *Banco do Brasil* — compensação de pagamentos a re-  
meter, compensação de pagamentos, nossa remessa; c) *Outros componentes*.

## 2. Recursos

### 2.1 *Passivo não-monetário*

#### 2.1.1 Recursos líquidos do Tesouro Nacional junto às autoridades monetárias

Inclui as operações ligadas à execução orçamentária e as operações de crédito junto ao Banco Central, exclusive as referentes às aquisições de títulos públicos pelas próprias autoridades monetárias.

1. *Resultado da caixa do Tesouro* — refere-se ao resultado da execução financeira do Tesouro (receita menos despesa) efetuada pelo Banco do Brasil (maior parte) e pelo Banco Central com relação ao pagamento de juros de ORTN e desconto de LTN não ressarcidos pelo Tesouro Nacional. Na parte referente ao Banco Central está incluído também o resultado das operações de comercialização de trigo.

2. *Débito líquido junto ao público* — são os recursos captados via colocação de títulos públicos (ORTN e LTN). Na medida em que o resultado de caixa é nulo ou superavitário, as operações com títulos públicos se limitam a cobrir o giro da dívida e atender aos objetivos de política monetária.

#### 2.1.2 Recursos de fundos e programas de financiamento administrados pelo Banco Central

O total dos recursos indicado no balancete das autoridades refere-se ao valor líquido, ou seja, já foram previamente descontados os valores repassados entre os diversos fundos. Os recursos são captados através de diversos canais, a seguir discriminados, destacando-se o Funagri, Reserva Monetária e FDPE-Café, como principais supridores.

1. *FDPE-Café* — tem como fonte de recurso as contas de contribuição sobre a exportação do café, além da venda de estoques oficiais ao exterior e ao mercado interno.

2. *Funagri* — os recursos deste importante fundo são originários de diversas fontes internas (principalmente repasses da Reserva Monetária e FDPE) e externas (USAID, BID, BIRD etc.), além de resultados operacionais, os quais são incorporados ao fundo.

Os recursos externos captados pelo Funagri se destinam aos corredores de exportação. Posteriormente o fundo passou a contar com recursos provenientes da subscrição de ORTN por entidades públicas, para um subprograma da Seplan.

3. *Proterra* -- os recursos são provenientes de incentivos fiscais e da reserva monetária, além da incorporação de resultados operacionais.
4. *Polonordeste* -- os recursos são bastante reduzidos.
5. *Reserva Monetária* -- os recursos são oriundos da arrecadação do imposto sobre operações financeiras (IOF) e de resultados operacionais. Parte dos recursos desse fundo é deslocada para outros fundos (Proterra, Funagri, Finex, Fundepe, Fundag, FNRR).

#### 2.1.3 Programa de formação do patrimônio do servidor público (PASEP)

Os recursos arrecadados pelo Banco do Brasil são provenientes de contribuições de autarquias, empresas públicas e sociedades de economia mista e objetivam beneficiar os servidores públicos.

#### 2.1.4 Depósitos diversos

1. *Depósitos a prazo* -- são os depósitos a prazo junto ao Banco do Brasil, estando essa fonte de captação, atualmente, bastante reduzida.
2. *Depósitos restituíveis* -- engloba os recolhimentos restituíveis sobre importação (Resolução n.º 443 e Comunicado Gecam 312), sobre viagens internacionais (Resolução n.º 380) e sobre óleo combustível (Resolução n.º 413) e Resoluções n.ºs 331 e 354.
3. *Outros*.

#### 2.1.5 Recursos próprios

Referem-se ao capital e reserva dos Bancos do Brasil e Central.

As operações do balancete consolidado das autoridades monetárias, anteriormente descritas, são agrupadas na forma a seguir e se encontram na tabela 2, que procura mostrar os principais fatores responsáveis pelo comportamento da base monetária, no período de 1974 a 1977.

1. Empréstimos do Banco do Brasil aos setores público e privado: engloba o item 1.1 e os subitens 1.1.1.1, 1.1.1.2 e 1.1.2.
2. Aplicações junto a instituições financeiras (subitem 1.2.1): Redescontos: subitem 1, e outras: subitens 2, 3 e 4.
3. Outras Aplicações de Fundos e Programas Administrados pelo BACEN (subitem 1.2.2); Fundo do Café: subitem 3, e outras: subitens 1 e 2.
4. Contas cambiais: subitem 1.2.3.
5. Outras contas (saldo líquido): subitem 1.2.4.

## Recursos

- Recursos líquidos do Tesouro Nacional, junto às Autoridades Monetárias: engloba o item 2.1.1 e subitens 1 e 2.
- Recursos de fundos e programas (item 2.1.2): Fundo-Café (subitem 1) e outros: subitens 2, 3, 4 e 5.
- Pasep – item 2.1.3.
- Depósitos Diversos – item 2.1.4 e subitens 2 e 3.
- Recursos próprios: 2.1.5.

## Abstract

*This study analyses the potential of open market operations as an instrument to adjust the liquidity of the economic system, when monetary and non-monetary assets are encompassed by the concept of liquidity. First, the money supply is studied during the period 1970-77, taking into consideration the factors affecting the behavior of the monetary base and the multiplier; of particular concern in this study is the relative effectiveness of monetary policy instruments. It is suggested that the degree of sophistication achieved by the financial markets in Brazil brought about additional monetary control problems. The last section of the paper deals with open market operations as an instrument to control liquid assets when the monetary base is taken as the operational variable of monetary policy. The resulting problems caused by the use of that policy instrument are then analysed.*

## Referências bibliográficas

- Agostinho, Peri. Desenvolvimento financeiro e política monetária – aspectos recentes. IPE/USP, 1978. mimeogr.
- Burguer, Albert. *The Money supply process*. Wasworth, 1971.
- Fendt, Roberto Junior. *Mercado aberto e política monetária*. IBMEC, 1977.
- Fernandes, Edésio. As operações de mercado aberto e o desenvolvimento do mercado monetário. *Política Monetária e Dívida Pública*. IBMEC, 1974.
- Friedman, Milton. Federal Reserve Bank of Richmond. *Economic Review*, May-June, 1974.
- Meek, Paul. *Problems of monetary policy*. Statistical Association, Staler Hilton Hotel, 1974.
- Meltzer, Allan H. *Selective freedom of financial institutions*. A textbook of readings. S. Mittra. 1970.
- Pastore, Affonso Celso. Observações sobre a política monetária no programa brasileiro de estabilização. Tese de livre-docência, USP, 1973a.
- Pastore. Aspectos da política monetária recente no Brasil. *Revista de Estudos Econômicos*, FIPE-USP, 3, 1973b.