

INFLAÇÃO E BALANÇO DE PAGAMENTOS NO BRASIL:  
UMA VISÃO MONETÁRIA - 1968/1982

WILIAM PEREIRA DA CUNHA

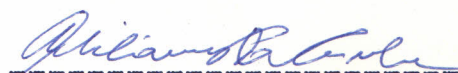
DISSERTAÇÃO SUBMETIDA À COORDENAÇÃO DO CURSO DE PÓS-  
GRADUAÇÃO EM ECONOMIA, COMO REQUISITO PARCIAL PARA OBTENÇÃO DO  
GRAU DE MESTRE.

UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ

FORTALEZA - 1986

Esta Dissertação foi submetida como parte dos requisitos necessários à obtenção do Grau de Mestre em Economia, outorgado pela Universidade Federal do Ceará, e encontra-se à disposição dos interessados na Biblioteca Central da referida Universidade.

A citação de qualquer trecho desta Dissertação é permitida, desde que seja feita de conformidade com as normas da ética científica.



WILIAM PEREIRA DA CUNHA

DISSERTAÇÃO APROVADA EM 04 DE MARÇO DE 1986

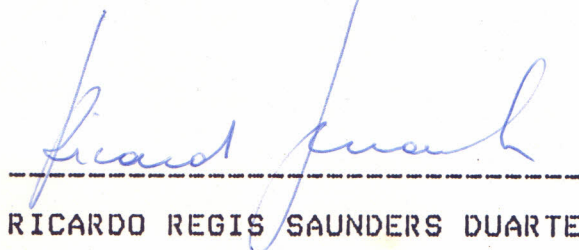


JOSÉ DANTAS DA SILVEIRA  
Orientador da Dissertação

BEME-BIBLIOTECA



MANOEL BOSCO DE ALMEIDA



RICARDO REGIS SAUNDERS DUARTE



Aos meus pais e avós  
"in memoriam"

A Luiza, minha esposa; aos meus  
filhos Renata, Tatiane e Wiliam, por  
terem compartilhado dos custos emoti-  
vos dessa Dissertação.

## AGRADECIMENTOS

Desejo agradecer a todos que tornaram possível a conclusão deste trabalho.

Particularmente, agradeço ao amigo e professor José Dantas da Silveira pela orientação, concordâncias e discordâncias; aos professores Ricardo Regis Saunders Duarte e Manoel Bosco de Almeida, pela participação; a Hildemar Brasil pelo apoio no processamento dos dados; ao Banco Central do Brasil por ter tornado possível minha participação no curso; à Universidade Federal do Ceará, pelos conhecimentos ministrados através do seu Curso de Mestrado em Economia; aos amigos Henrique e Waldenora pelo apoio, estímulo, paciência e carinho.

## BCME-BIBLIOTECA

O presente estudo se propõe a desenvolver uma análise baseada nos aspectos monetários da economia brasileira, no período 68/82. Tem como objetivo a verificação dos efeitos desses aspectos sobre o comportamento do balanço de pagamentos e do processo inflacionário do País, tendo como suporte a teoria monetarista.

O balanço de pagamentos de uma economia é visto de acordo com o enfoque monetário apenas pelo seu resultado final, exatamente aquele que se refletirá sobre as reservas internacionais do país, como consequência de desequilíbrios ocorridos no mercado monetário. Evidenciando a existência de uma correlação negativa entre o crédito doméstico e as reservas internacionais, a teoria afirma que as situações de déficits (ou superávits) no balanço de pagamentos são geradas por conjunturas de expansão (ou contração) no crédito doméstico relativamente à demanda por estes créditos.

O processo inflacionário de uma economia sofre, dentre outras causas, acentuada influência dos desajustamentos entre a oferta e a demanda de moeda.

Ao longo do período 68/82, as reservas internacionais do Brasil (resultado do Balanço de Pagamentos) mostraram resultado mais superavitário que deficitário. Estes resultados, entretanto, foram causados, principalmente, pela entrada de capitais via empréstimos, para o que contribuiu efetivamente a política cambial adotada a partir de 1968.

A administração monetária da economia mostrou-se de forma razoável, sendo dificultada pela inexistência de instrumentos mais eficazes e por desvios de objetivos na sua utili-

zação. Paralelamente, a própria forma de estruturação das Autoridades Monetárias (AM) brasileiras contribuiu para dificultar a obtenção de sucesso na política monetária.

A relativa ineficácia da política monetária, ao lado de aspectos institucionais, tais como a correção monetária e de decisões de alcance conjuntural, como a elevação das taxas de juros internos e a maxidesvalorização da moeda doméstica, serviram para pressionar o processo inflacionário do País, tornando-o ainda mais rígido no sentido descendente.

Alguns trabalhos que procuram verificar a validade dos fundamentos do enfoque monetário para o Brasil consideram o crédito doméstico como uma variável exógena. As características básicas da economia brasileira tornam difícil a aceitação dessa hipótese, sugerindo que a variável, principalmente no período pós 68, adquiriu características estritamente endógenas, tendo em vista os problemas de controle da base monetária, as pressões sobre os empréstimos do Banco do Brasil ao setor privado (EBB) e, sobretudo, a inchação do passivo não monetário.

O tratamento econométrico, aqui desenvolvido, utiliza um sistema de quatro equações simultâneas, cujas estimativas permitem a determinação das pressões sobre o processo inflacionário, a estrutura cambial, as reservas internacionais e o crédito doméstico da economia brasileira.

Os resultados obtidos não fornecem evidências suficientes para se rejeitar a endogeneidade do crédito doméstico e nem a validade dos princípios do enfoque monetário do Balanço de Pagamentos para o Brasil, possibilitando ainda observação da formação dos preços e da estrutura cambial do País.



## A B S T R A C T

BCME-BIBLIOTECA

The present paper intends to unfold an analysis supported on a 68/82 Brazilian economy's monetary approach. It aims at finding out what this approach's outcome on both the Balance of Payments behavior and the inflationary build-up is supposed to be like from the monetary point-of-view.

According to this viewpoint, only a country's Balance of Payments final result is taken into account because this is what will affect that country's foreign reserves as a consequence of monetary market's imbalances. In agreement with the general theory, a Balance of Payments's negative (or positive) balances are generated when domestic credit availability expands (or contracts) as demand for those credits behaves the other way around, thus making it clear that a negative correlation between domestic credit and foreign reserves prevails.

An economy's inflationary process is affected by, among other things, the currency stock's supply and demand imbalances. From 1968 through 1982, Brazil's foreign reserves level (the B.P.'s outcome) was rather positive than negative. The bulk of those reserves, however, consisted of capital loans taken abroad as a result of the exchange policy measures taken as of 1968.

The economy's monetary management was impaired both by the lack of more efficient tools and the misusing of their purposes. Aside from this, the way the Brazilian Monetary Authorities are framed made it difficult to develop a successful monetary policy.

Due to a rather inefficient monetary policy, to the monetary indexing, to the rising of domestic interest rates and to the Cruzeiro maxidevaluation, curbing inflation, or at least preventing it from going even higher, became a hard task.

A few authors, who seek to check whether the monetary approach to the Brazilian economy is valid or not, take the domestic credit as an exogenous variable. The Brazilian economy's basic features make it difficult to assume that variable as such. In fact, mainly after 1968, the problems to keep the monetary base under control, the pressures on the Banco do Brazil's loans to the private sector and, chiefly, the swelling of the non-monetary liabilities, seem to point out in the other direction.

The econometric handling, here displayed, works with four simultaneous equations whose estimates enable us to outline the pressures on the inflationary process, the foreign currency frame-work, the foreign reserves and the Brazilian economy's domestic credit.

Though making it possible to take a look at how prices take shape and how the exchange structure works, the model does not sustain the idea that the domestic credit is not an endogenous variable nor does it nullify the monetary approach given to the Brazilian Balance of Payments.

BCME-BIBLIOTECA



Quadros.....	vii
INTRODUÇÃO.....	01
Capítulo I	
ASPECTOS MONETÁRIOS EM ECONOMIA: POSICIONAMENTOS	
TEÓRICOS.....	05
1 - Aspectos Gerais.....	05
2 - Endogeneidade da Oferta Monetária.....	06
3 - Política Monetária e Inflação.....	11
4 - Aspectos Monetários em uma Economia Aberta:	
Posicionamentos Teóricos.....	16
Capítulo II	
A ECONOMIA BRASILEIRA.....	29
1 - Introdução.....	29
2 - Balanço de Pagamentos, Política Câmbial e	
Inflação no Brasil.....	33
3 - A Oferta de Moeda e Política Monetária no	
Brasil.....	39
4 - O Uso dos Instrumentos Clássicos de Política	
Monetária e Suas Consequências.....	52
5 - Conclusão.....	63
Capítulo III	
O ENFOQUE MONETÁRIO NO BRASIL: EVIDÊNCIAS EMPÍ-	
RICAS.....	67
Capítulo IV	
ANÁLISE ECONOMETRICA.....	71
1 - Apresentação do Modelo.....	71
1.1 - As Equações.....	71
1.2 - O Sistema.....	77
1.3 - As Variáveis.....	77
2 - Apresentação dos Resultados.....	78
2.1 - Demanda de Moeda.....	78
2.2 - A Taxa de Inflação.....	80

2.3 - A Taxa de Câmbio.....	81
2.4 - Reservas Internacionais.....	81
2.5 - O Crédito Doméstico.....	82

## Capítulo V

CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	83
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	88
ANEXOS (Tabelas).....	94

BCME-BIBLIOTECA

## QUADROS

	página
Quadro I - Balanço de Pagamentos do Brasil: 1967/82.....	35
Quadro II - Inflação, Correção Monetária e Meios de Pagamento.....	38
Quadro III - Base Monetária, Multiplicador e índice Geral de Preços.....	41
Quadro IV - Empréstimos do Sistema Monetário ao Setor Privado.....	44
Quadro V - Empréstimos do Banco do Brasil ao Setor Privado: Evolução Comparativa.....	46
Quadro VI - Empréstimos do Sistema Financeiro, Produto Interno Bruto e índice Geral de Preços.....	48
Quadro VII - Contas Cambiais: Evolução Comparativa.....	50
Quadro VIII - Créditos a Instituições Financeiras: Evolução Comparativa.....	51
Quadro IX - Encaixe Compulsório, Voluntário e Depósitos a Vista.....	55
Quadro X - Dívida Pública Mobiliária Federal.....	62

## I N T R O D U Ç Ã O

Dentro de uma visão monetária, tanto os desequilíbrios verificados no balanço de pagamentos quanto a evolução de um processo inflacionário, estão diretamente relacionados com as defasagens existentes entre a oferta e a demanda de moeda. Em outras palavras, tanto a inflação quanto os déficits ou superávits do balanço de pagamentos refletem desequilíbrios existentes no mercado monetário do sistema econômico, desequilíbrios estes que são vistos pela escola monetarista como fenômenos transitórios.

No que diz respeito ao processo inflacionário, a argumentação acima encontra suporte na própria teoria quantitativa da moeda. Assim, se um motivo qualquer gera uma expansão da oferta de moeda, tudo o mais mantendo-se constante, o resultado natural será uma pressão altista sobre os níveis dos preços.

No contexto de uma economia aberta, foi desenvolvido um enfoque monetário, traduzido por um conjunto de modelos dotados de certas características básicas, que vislumbra os desequilíbrios monetários como causas dos problemas enfrentados por um sistema econômico, relacionados com o seu balanço de pagamentos que é considerado como um fenômeno essencialmente monetário, porém não exclusivamente monetário.

Dentro das idéias colocadas, o trabalho aqui iniciado se propõe a desenvolver uma análise da economia brasileira, no período compreendido entre 1967 e 1982, período este que pode ser considerado extremamente rico no que se relaciona aos seus aspectos monetários. Esta afirmação se torna possível, partindo-se da premissa de que com alterações estruturais tais como as ocorridas com a economia brasileira no período acima refe-



rido, surgidas tanto por pressões internas quanto externas, alguns de seus reflexos naturais devem se relacionar diretamente com o contexto monetário do sistema. Justifica-se a escolha do período acima por se estar considerando dois subperíodos (o do "milagre" e o pós-"milagre") nos quais a evolução da economia brasileira refletiu tanto os problemas de ordem interna quanto as alterações estruturais da economia mundial.

### BCME-BIBLIOTECA

É necessário aqui, abrir um pequeno parêntese para explicar que, a nosso juízo, as alterações estruturais verificadas na economia brasileira no período pós-1973 refletem, em algum grau, os impactos negativos da crise internacional. Por outro lado, não se pode desprezar outros aspectos que são, senão mais, pelo menos igualmente importantes. Um deles diz respeito a um relativo esvaziamento dos fatores que possibilitaram a evolução altamente positiva da economia nos anos 68/73, dentro de uma visão mais estrutural. Sob outro ponto de vista, pode ser colocado o fato de os diversos segmentos da sociedade não terem reconhecido esse esvaziamento, consubstanciado principalmente na capacidade produtiva da economia, e terem mantido uma política continuísta, tentando extrapolar para anos futuros aquele "milagre". Em outras palavras, o que se deseja afirmar é que, em função dos problemas já existentes, a desestruturação da economia mundial, após a eclosão da crise do petróleo, impôs à economia brasileira consequências muito mais graves do que aquelas que normalmente deveriam acontecer. Estes fatos vêm justificar a escolha do período objeto desse estudo, como uma tentativa de explorar as alterações verificadas nos aspectos monetários do sistema econômico brasileiro.

A análise proposta se direciona então à verificação do comportamento monetário da economia, procurando-se obter inferências a respeito do papel da administração monetária sobre o processo inflacionário e sobre o balanço de pagamentos, tendo como suporte as idéias monetaristas. A análise estará sendo conduzida no sentido de se verificar a eficácia dessa administração, uma vez entendido que os desequilíbrios monetários te-

rão influências diretas sobre o sistema econômico. O que se estará pretendendo demonstrar, ao longo desse estudo, se relaciona com a relativa pouca eficácia da política monetária conduzida pelas Autoridades Monetárias, o que, em última instância, se refletirá negativamente sobre o comportamento do balanço de pagamentos e sobre a evolução do processo inflacionário do País, conforme os princípios monetaristas.

### BCME-BIBLIOTECA

A evolução desse trabalho se caracterizará, também, por uma constante preocupação dirigida em torno da idéia de que, apesar de se reconhecer alguma tentativa de reestruturação da administração monetária da economia brasileira, vista em seu sentido mais amplo, essa reestruturação não se deu de forma suficientemente capaz de imprimir à política monetária propriamente dita, isto é, ao controle da oferta e da demanda de moeda, uma eficácia efetiva, direcionada a evitar pressões indesejadas sobre o balanço de pagamentos e sobre o comportamento dos preços internos.

O primeiro capítulo do estudo proposto apresenta os aspectos teóricos relacionados com as idéias monetaristas, que, direta ou indiretamente, dizem respeito à inflação e ao balanço de pagamentos.

O segundo capítulo apresenta a evolução da política monetária brasileira no período em questão, onde se procura enfatizar os principais aspectos que atuam no sentido de reduzir o poder de influência das Autoridades Monetárias, deteriorando a capacidade dessas Autoridades exercerem eficazmente o controle monetário da economia. Nesse capítulo, procura-se verificar implicitamente a aplicabilidade do "approach" monetário do balanço de pagamentos para a economia brasileira no período em estudo.

O terceiro capítulo apresenta, resumidamente, alguns estudos que procuram, ou verificar a validade dos princípios do enfoque monetário do balanço de pagamentos para o Brasil ou o grau de controle do crédito doméstico pelas Autoridades Monetárias.



Os mesmos objetivos são perseguidos na análise econômica apresentada no quarto capítulo, a partir de um modelo de quatro equações simultâneas cujas estimativas permitem conclusões consistentes com os aspectos teóricos enfocados.

Um quinto capítulo, a título de considerações finais, é introduzido procurando sumarizar as conclusões do estudo.

O trabalho proposto, simultaneamente à sua natureza analítica, permite a constatação de que as Autoridades Monetárias não detêm poder efetivo de controlar o crédito doméstico da economia, variável esta que assume características estritamente endógenas, fato que vem explicar, ainda que parcialmente, as dificuldades de controle do processo inflacionário, bem como as características estruturais do balanço de pagamento do País.

BCME-BIBLIOTECA

## ASPECTOS MONETÁRIOS EM ECONOMIA: POSICIONAMENTOS TEÓRICOS

## 1 - Aspectos Gerais

A teoria monetarista foi inicialmente concebida para um contexto no qual as taxas de câmbio eram fixas, sendo ainda a oferta de moeda considerada como exogenamente determinada. Com a evolução dos sistemas econômicos os sistemas cambiais passaram a sofrer alterações enquanto a validade da hipótese de exogeneidade passou a sofrer um processo de questionamento.

O crédito doméstico de um sistema econômico é uma medida do poder de compra que é criado pelas instituições financeiras, abrangendo a capacidade de comprar bens, serviços e ativos financeiros produzidos tanto interna quanto externamente. O estoque de moeda é então uma medida verificada ex-post à efetivação daquelas transações. Assim, as variações verificadas na massa monetária de uma economia estão estritamente relacionadas com o comportamento dos empréstimos e outras atividades do sistema bancário. Entretanto, o volume de recursos não monetários é de fundamental importância para o processo, importância esta que cresce à medida que o sistema econômico evolui.

Neste contexto, as autoridades ao programarem a evolução "desejada" para os meios de pagamentos deveriam ter instrumentos para gerar influências suficientes para que tanto as suas aplicações quanto as dos bancos comerciais obedecessem a determinados limites compatíveis com aquela programação. Exa-

tamente aí, surge uma importante fonte de endogeneidade da oferta monetária ao não se verificar a observância àqueles limites.

As dificuldades para se verificar esse controle terminam por se traduzirem em mais elementos desestabilizadores ao sistema, com reflexos, dentre outros, sobre a estrutura dos preços e do balanço de pagamentos.

Nesta linha de raciocínio, explorando as influências da quantidade de dinheiro sobre a evolução da economia existe já uma vasta literatura, que utiliza argumentações lógicas, fundamentada em hipóteses aceitáveis, e comprovadas empiricamente.

## BCME-BIBLIOTECA

### 2 - A Endogeneidade da Oferta Monetária

A "moderna" teoria quantitativa, cujo surgimento está bastante ligado ao clássico artigo de Milton Friedman (1956), fundamentou uma nova concepção teórica de uma economia monetária, em oposição à então predominante "Teoria Keynesiana".

O surgimento desta teoria monetarista, como ficou conhecida, cujo objetivo básico está em torno da influência que o montante de moeda e suas variações exercem nas alterações da atividade econômica como um todo, tem o dispêndio privado e o nível dos preços, como os principais canais de atuação. Esta teoria visa, então, restabelecer o papel da política monetária como instrumento eficaz para enfrentar as importantes repercussões geradas por variações em determinado "estoque de moeda" na economia. Na forma como é desenvolvida, a abordagem monetarista enfatiza o papel de uma teoria de demanda por moeda. A moeda aqui passa a ser entendida como um ativo, dentre os muitos existentes, nos quais a sociedade mantém sua riqueza.



Uma hipótese constitui o núcleo central da teoria monetarista, conforme admite FRIEDMAN (1956, p.16). Trata-se da função demanda por moeda, que é apresentada como uma função estável e representada por um pequeno número de variáveis. Nesta estabilidade centraliza-se então toda a fundamentação da teoria monetarista, que reside no equilíbrio e desequilíbrios entre oferta e demanda por moeda.

Como o âmago desta teoria reside, exatamente, no processo de ajustamento entre a demanda e a oferta de moeda na economia, é natural concluir que a disparidade entre ambas deve exercer papel preponderante, devendo as duas variáveis serem diferenciadas, inclusive, naqueles fatores que afetam uma e outra. Esta é uma característica essencial para obtenção de uma coerência dos fundamentos teóricos da escola monetarista. O próprio FRIEDMAN (1956, p. 16) reconhece a importância dessa diferenciação entre alguns dos fatores que afetam a oferta e alguns daqueles que afetam a demanda por moeda. Em outras palavras, existem fatores que afetam a demanda (ou a oferta) de moeda, e que não afetam a oferta (ou a demanda), pois só assim teria sentido o desenvolvimento de um processo de ajustamento entre ambas, ajustamento este que é o objetivo da utilização da política monetária, visando alcançar a estabilização de importantes indicadores no sistema econômico.

Com relação à oferta de moeda, os monetaristas fazem uma hipótese que deve ser considerada com bastante cuidado. Visando, ao que parece, dar destaque à necessidade de distinção entre os fatores que determinam as duas funções básicas (oferta e demanda de moeda) a oferta foi, inicialmente, considerada exogenamente determinada. Segundo GOODHART (1973, p.247) o conceito de variáveis exógenas está diretamente relacionado com aqueles valores que são determinados fora do sistema que está sendo analisado, ou que pelo menos, independem diretamente da evolução desse sistema. Ou, em outras palavras, que os seus valores não sejam necessariamente alterados em função de alterações no sistema. Assim, metas de política eco-

nômica como a base monetária e, conseqüentemente, o estoque de moeda são variáveis que os monetaristas, pelo menos alguns, admitem, sob controle das autoridades econômicas do País.

É, basicamente, através da hipótese de existência de um efetivo controle do estoque nominal de moeda por parte das autoridades responsáveis pela condução da política monetária do País, que, inicialmente, a abordagem monetarista vislumbrava o "canal" de transmissão dos efeitos decorrentes dos desajustes monetários do sistema.

O trabalho de FRIEDMAN (1956) que, conforme já foi dito, deu origem à moderna teoria monetarista, considera a velocidade renda da moeda como resultado da relação entre a renda nominal (portanto, um fluxo) e o estoque de moeda, admitindo-a como uma função estável, determinada por um número reduzido de variáveis significativas, em oposição à clássica teoria quantitativa da moeda que admitia a velocidade da moeda como constante, assumindo a equação  $MV = Py$ , onde  $M$  é o estoque de moeda,  $V$  a velocidade renda da moeda,  $P$  o nível de preços e  $y$  a renda real. Assim, segundo esta visão mais recente da teoria, a sua capacidade de predição de impactos sobre suas variáveis decorre extamente daquela estabilidade da função velocidade.

### BCME-BIBLIOTECA

Algumas críticas são feitas à hipótese friedmaniana de estabilidade da função velocidade renda da moeda. Uma delas, que se apresenta de forma mais fundamentada, foi desenvolvida por KALDOR (1973, p. 261). Segundo ele, a estabilidade aparente da função velocidade renda da moeda é gerada através da instabilidade da oferta de moeda, que tem a tendência natural de acompanhar a demanda, o que evita que o sistema crie outros elementos que possam substituir a moeda, fenômeno este que atuaria no sentido de acelerar (ou iniciar) processos desestabilizadores na economia. Assim, na visão de Kaldor, a existência de uma demanda por moeda que varia e gera respostas na oferta de moeda, por rigidez (institucionais, conceituais e/ou



práticas) apresenta a função velocidade renda de moeda como estável, fato este que já se coloca como um afrouxamento da, até então rígida, hipótese de exogeneidade da oferta de moeda.

Assim, apesar de inicialmente a oferta de moeda ter sido considerada pela visão monetarista como exogenamente determinada, a própria evolução das idéias dessa escola cria "canais", através dos quais se pode identificar alguns determinantes que influenciam o comportamento da oferta monetária de uma economia, com capacidade de gerar variações que podem pressionar os principais indicadores de comportamento do sistema econômico. As próprias condições da demanda por moeda, que permanece como uma função estável, e determinada por um reduzido número de variáveis, podem interferir no sentido de alterar a oferta, conforme foi sugerido por KALDOR (1973, p. 261). Também as variações verificadas na estrutura de preços, tanto em função de sua composição quanto de sua evolução, podem afetar a oferta de moeda, conforme sugere FRIEDMAN (1969, p. 173). Com relação às variações dos preços afetando a oferta de moeda, o aparente paradoxo, pois a teoria monetarista pressupõe que são os desajustamentos entre a oferta e a demanda por moeda que influenciam os preços, pode ser satisfatoriamente explicado. O próprio FRIEDMAN (1969) indica a maneira pela qual este processo poderia se apresentar, quando afirma que a relação causal entre a quantidade de moeda e os preços se dá neste sentido (de moeda para os preços), acrescentando ainda que a influencia se dá de forma defasada. Assim sendo, a administração da quantidade de moeda, supondo que ela se apresentasse de forma eficaz, não surtiria efeitos imediatos sobre a estrutura dos preços, fato que por si só já se colocaria como uma dificuldade adicional. O autor vai mais além ao sugerir que uma forma de se reduzir a maior instabilidade dos preços em uma economia em crescimento, seria através da utilização de uma expansão mais ou menos constante no volume de moeda da economia.



A evolução da teoria monetarista vai gradativamente tornando "imprópria" a hipótese de exogeneidade da oferta monetária, processo este que vai se tornando natural quando é considerada a evolução dos sistemas econômicos, ao lado do aparecimento de elementos que efetivamente passam a influenciar a quantidade de moeda, quer diretamente, fazendo com que o volume de moeda realmente se eleve, quer indiretamente, criando substitutos à moeda, sobre os quais o poder de influência das autoridades monetárias é ainda mais reduzido. Isto, atua fazendo com que o até então controle efetivo dessas autoridades sobre as atividades dos bancos comerciais e do público, suposto pela hipótese de exogeneidade da oferta monetária passe por um processo de deterioração. Assim, a massa monetária inicialmente criada passa a refletir, em algum grau, modificações nas atuações daqueles agentes econômicos, independentemente de decisões das autoridades monetárias. Na verdade, este processo de evolução da economia como um todo, gerando uma "deterioração" do poder de determinação das autoridades econômicas, cria a necessidade de aperfeiçoamento à política monetária, para que possa ela desempenhar seu papel, em busca de um equilíbrio entre as atividades econômicas.

Alguns teóricos monetaristas podem ser citados, como forma de enfatizar este processo de evolução da teoria, passando a reconhecer a endogeneidade da oferta de moeda, em oposição à hipótese de exogeneidade, assumida pela escola quando de sua reestruturação. Pode-se iniciar com a demonstração de dúvidas por parte de KALDOR (1973, p. 265) a respeito da relação entre a oferta de moeda que determinaria a renda ou vice versa? Ou então, se tanto a oferta de moeda quanto o nível da renda nominal não seriam determinados simultaneamente por outros fatores. O próprio autor sugere que entre estes outros fatores poderia estar a própria demanda de moeda influenciando a sua oferta. Assim, KALDOR (1973, p. 269) faz algum comentário a respeito das afirmações de FRIEDMAN (1969), sobre a importância da moeda e sua influência sobre o nível da renda nominal. Friedman encontrou relação de causalidade nessa direção

e Kaldor Justifica que a evidência econtrada se deu em função do elevado grau de instabilidade da oferta de moeda no período estudado, sugerindo que ela se adaptou ao comportamento da demanda nos Estados Unidos.

Em outro trabalho, FRIEDMAN (1973, p. 279) demonstrou alguma concordância com as idéias de Kaldor a respeito da influência da demanda sobre a oferta de moeda. Ele admite a possível existência dessa influência, mas afirma que, comprovadamente, existem fortes influências no sentido contrário.

Outro autor que reconhece explicitamente a endogeneidade da oferta de moeda é JOHNSON (1969, p.41), afirmando que a prática geral na teoria monetária tem sido de tratar o estoque de moeda como determinado diretamente pelas Autoridades Monetárias, sem referências fundamentadas ao interrelacionamento entre as reservas providas pelo Banco Central de um lado e o total de moeda e depósitos bancários por outro. O que Johnson sugere, na verdade, é que deveria haver uma maior preocupação, principalmente, com as atividades dos bancos comerciais e do público, ao invés de apenas supor que os instrumentos tradicionais em mãos das Autoridades Monetárias, tais como recolhimento compulsório e mercado aberto, sejam capazes de exercer controle efetivo da oferta monetária da economia.

TOBIN (1967, p. 8) também se coloca explicitamente em defesa do caráter endógeno da oferta de moeda ao afirmar que o estoque de moeda, na forma como é convencionalmente definido, não pode ser caracterizado como variável exógena, sob controle efetivo das Autoridades Governamentais. O estoque de moeda, ao refletir, segundo o autor, o comportamento dos bancos e dos demais agentes econômicos do setor privado, foge do poder de interferência das Autoridades Monetárias, assumindo, então, características estritamente endógenas.



A inflação tem sido o principal problema das autoridades econômicas da maioria dos países ocidentais, principalmente no que diz respeito aos países em desenvolvimento. Segundo alguns autores, cada país já aceita, inclusive, a idéia de convivência com alguma taxa de inflação, se preparando, até mesmo institucionalmente, para esta convivência, como afirma JOHNSON (1972, p. 16): "The fact that inflation has been a chronic problem of the extern capitalist world for a quarter of a century implies that the process of political decision-making have been in fact prepared to tolerate it as an element in a politically optimal system of economic management. There has been, in other words, a revealed preference for inflation".

A inflação é, naturalmente, vista de formas bastante diferentes, se comparadas às visões Keynesiana e monetarista. Dessa divergência de visualização nascem, então, diferentes "terapias", procurando desativar o processo inflacionário em uma economia.

É preciso considerar, entretanto, que a teoria Keynesiana foi desenvolvida para apresentar soluções para um período em que o grande problema era a depressão econômica, caracterizada por acentuadas quedas de preços e não as elevações como agora enfrentam os modernos sistemas econômicos. A grande contribuição de Keynes à teoria da inflação veio posteriormente, com a introdução do conceito de excesso de demanda global relativamente à oferta global, a preços constantes, que ficou conhecido por hiato inflacionário. Apesar desta contribuição, não havia, ainda, o instrumental analítico, que somente seria desenvolvido posteriormente pelos pós-Keynesianos.

JOHNSON (1972, p. 54) se fundamenta nos dois tipos mais tradicionais de pressões sobre o processo inflacionário de uma economia, isto é, visualiza as origens do processo ou por cau-

sas de um excesso de demanda ou pela elevação dos custos. Sua análise não se torna completa, a nosso juízo, pois ele despreza os demais aspectos envolvidos em um processo inflacionário, tais como a forma de estruturação de um sistema econômico, tanto no que diz respeito ao interrelacionamento de seus diversos segmentos, quanto aos seus aspectos institucionais, onde podem existir formas de realimentação do processo. Nestes termos, a inflação não poderia ser analisada apenas pela consideração a respeito de qual teria sido seu fato gerador, mas, sim, de que fenômenos têm contribuído para que ela persista, pois são exatamente estes que se tornam importantes ao se tentar desenvolver uma luta anti-inflacionária.

Com relação à recomendação Keynesiana, de redução na demanda agregada para as dimensões da oferta agregada, por restrição fiscal, para se enfrentar uma inflação impulsionada pela demanda, a posição monetarista aproxima-se bastante do oposto, na opinião de JOHNSON (1972, p. 55). Em outras palavras, para os monetaristas, a restrição fiscal teria pouco ou nenhum efeito se não fosse aliada a uma restrição monetária, além do fato de que as taxas de juros não seriam exclusivamente consequência de uma política monetária restritiva. Também, o racionamento de crédito na ausência de restrição monetária, simplesmente estaria distorcendo a alocação de recursos sem apresentar uma redução efetiva na demanda agregada. O próprio JOHNSON (1972, p. 55) se encarrega, entretanto de colocar algumas dúvidas sobre a terapia monetarista, quando se baseia nas características endógenas da oferta de moeda. Segundo ele, as recomendações monetaristas são aproximações empíricas, e se fundamentam na hipótese de que os sistemas financeiros sejam altamente desenvolvidos, ou que pelo menos, permitam a existência de um processo de substitutibilidade de um gasto por outro, e de uma fonte financeira por outra, sugerindo que a terapia monetarista será tão mais efetiva quanto mais aperfeiçoado for o sistema financeiro da economia.



Ao visualizar o controle da quantidade de moeda como uma medida de grande eficácia para estabilização de um processo inflacionário, os monetaristas vão mais além, e sugerem uma taxa constante para a expansão monetária, para que se reduza a instabilidade da estrutura de preços. Na verdade, a análise da evolução dos preços pela ótica monetária conduz a tal conclusão, podendo-se observar uma correlação bastante acentuada entre o volume dos meios de pagamentos e a evolução do nível dos preços, gerada por um excesso de moeda na economia, causado até, às vezes, por um mau dimensionamento da demanda por moeda, levando a um descompasso entre as expansões do produto e monetária.

### BCME - BIBLIOTECA

As recomendações friedmanianas que constituem a base teórica do grupo que se situa no polo extremamente oposto àquele que segue orientação keynesiana, isto é, os monetaristas extremos, pressupõem que determinação da oferta de moeda se dê exclusivamente pelas Autoridades Monetárias, ou seja, que ela seja totalmente exógena ao sistema econômico.

De uma certa forma, os monetaristas estão bem fundamentados tanto no aspecto teórico quanto no aspecto empírico. Pelo lado teórico, a teoria quantitativa da moeda, apesar das diversas correntes críticas que lhe são opostas, ainda não pode ser refutada, se se levar em consideração suas principais hipóteses, enquanto empíricamente as observações comprovam as argumentações da escola. O instrumento final que possibilita a elevação dos preços é a quantidade de moeda presente no sistema. Quaisquer que sejam as causas possíveis da inflação, esta só se efetivará através de uma expansão monetária, quer esta se dê diretamente pelo crescimento do estoque de moeda, quer indiretamente, através da criação de substitutos da moeda. O que pode ser questionado na terapia monetarista, é a possibilidade de se fazer uma política monetária suficientemente capaz de combater o processo inflacionário, sem que isto venha a comprometer os demais objetivos de uma sociedade. Mas este aspecto não está diretamente relacionado com possíveis deficiên-

cias da teoria, mas, sim, com a estruturação do sistema econômico ao qual a validade da teoria esteja sendo testada.

Com relação às dimensões dessa política monetária, o problema já é reconhecido, inclusive, pelos próprios monetaristas. Segundo alguns deles, o setor monetário das economias modernas tem alcançado um estágio de evolução no qual a oferta monetária adquire características endógenas. O reconhecimento de JOHNSON (1972, p. 46) a estas dificuldades encontradas pela política monetária é bastante evidente. Para ele, o problema se coloca em função dos mecanismos de transmissão dos impulsos monetários para a economia. A primeira objeção apontada pelo autor diz respeito à definição de moeda. Johnson afirma que a determinação do estoque de moeda não é tão autônoma como alguns modelos mecânicos de oferta de moeda têm chegado à conclusão, por causa da conexão existente entre as ações da política monetária e o direcionamento da oferta de moeda, através das relações de comportamento de parte do público e dos bancos, além de outras instituições financeiras. Assim, cada definição de moeda, entre as tradicionais existentes, pode ser afetada de forma diferente.

No que diz respeito aos mecanismos de transmissão, eles explicam como as mudanças monetárias podem afetar o produto real, o nível de emprego e os preços. Assim sendo, um melhor conhecimento a respeito dos processos de transmissão pode melhorar substancialmente a objetividade das decisões na condução da política monetária. BRAINARD & COOPER (1975, p. 170) reconhecem que as Autoridades Monetárias têm alguns instrumentos, de comprovada eficiência, para fins de política monetária, tais como as operações de mercado aberto, os redescontos, e os recolhimentos compulsórios, e afirmam a existência de relação de causalidade na direção da utilização desses instrumentos para o resto da economia. Para eles, o Banco Central determina a base monetária e esta, através do multiplicador, determina o estoque de moeda, sendo influenciado a partir daí o nível nominal da renda, a seguir o dos preços e produto.



Em quaisquer circunstâncias, a política monetária surge como um instrumento essencial para o controle do processo inflacionário, entre outros objetivos, na economia. Assim, as modificações na forma como a oferta de moeda passa a ser considerada pelo lado de seu controle por parte das autoridades monetárias assumem papel de grande importância. Por outro lado, considerando ainda o núcleo da teoria monetarista, isto é, a existência de uma demanda estável por moeda, as modificações na oferta de moeda desencadeiam processos de ajustamentos, tais como alterações não desejadas nos estoques reais de moeda retida pela coletividade, levando daí a modificações no nível de dispêndios. Estes ajustamentos podem se dar, entretanto, de modo complexo, ocorrendo defasagens, variações de montantes previstos, alterações nas expectativas, entre outras, sempre com reflexos sobre o nível de preços.

## BCME-BIBLIOTECA

### 4 - Aspectos Monetários em uma Economia Aberta: Posicionamentos Teóricos

A teoria monetarista foi desenvolvida para o contexto de uma economia fechada. Assim, a visão de inflação, resumidamente apresentada, não levava em consideração as possíveis relações do sistema econômico doméstico com o exterior, bem como não precisava se preocupar com as possíveis consequências negativas advindas do comércio exterior. Não havia ainda preocupações com as contas externas que poderiam se transformar em problema adicional, paralelamente ao da inflação, que deveria ser combatido pela terapia monetarista.

Os aspectos, até então considerados, deveriam sofrer modificações fundamentais para se adaptarem à nova situação de uma economia, agora aberta ao resto do mundo. E, para que a abordagem monetarista pudesse ter algum crédito como uma teoria que se propõe a apresentar alternativas para, senão elimi-

nar, pelo menos amenizar os graves problemas advindos de um processo inflacionário acelerado, não se poderia limitar à irrealista hipótese de uma economia fechada.

O primeiro aspecto a ser considerado é o da existência de um sistema monetário internacional. De acordo com JOHNSON (1972, p. 77), sendo a inflação um fenômeno mundial, que ameaça a maioria dos sistemas econômicos, o primeiro passo a ser dado na direção de uma efetiva política anti-inflacionária, seria um estudo do grau de relacionamento entre o sistema monetário em questão e o sistema monetário internacional. Assim, as características de uma política de combate à inflação seriam função da forma de estruturação do sistema econômico e de suas relações com o resto do mundo.

A estabilidade da demanda por moeda, apresentada como função de um número reduzido de variáveis, se mantém como núcleo central da teoria, surgindo outra característica que desempenha importante papel na análise, que é a de inexistência de neutralização dos efeitos monetários decorrentes de superávits ou déficits verificados no balanço de pagamentos. Assim, segundo a teoria monetarista, não existe esterilização gerada por medidas adotadas pelas autoridades econômicas, diante de uma expansão das reservas internacionais. Também, no caso de uma redução destas reservas, não haverá medidas econômicas no sentido de se compensar essa queda. Segundo JOHNSON (1976, p. 152) "The new approach assumes - in some cases asserts - that these monetary inflows or outflows associated with surpluses or deficits are not sterilised - or cannot be, within a period relevant to policy analysis - but instead influence the domestic money supply".

A visão monetarista do balanço de pagamentos foi um grande avanço dessa escola, cujo início se limitou à consideração de um sistema fechado. O moderno "approach" monetário do balanço de pagamentos, conforme sua própria denominação, procura então enfocar os reflexos monetários internos sobre o resultado do balanço de pagamentos.



Inicialmente, a abordagem monetarista do balanço de pagamentos foi desenvolvida dentro de um contexto de taxas de câmbio fixas. Assim, desequilíbrios surgidos no balanço de pagamentos são gerados por fenômenos estritamente monetários, refletindo desequilíbrios no crescimento da oferta de moeda relativamente à demanda, uma vez que esta oferta de moeda, já era aqui, admitida com características endógenas, não podendo ser controlada unicamente pela atuação das autoridades monetárias.

### BCME-BIBLIOTECA

Dentro do ponto de vista monetarista, o balanço de pagamentos é então considerado como fenômeno estritamente monetário, diferentemente de outras correntes que procuram a explicação no comportamento dos preços relativos e nas estruturas de demanda e oferta, consideradas tanto no aspecto interno quanto no externo. Assim, de acordo com MUNDELL (1971, p. 93), o balanço de pagamentos é um fenômeno monetário, e, como tal, sua correção requer uma política monetária.

A visão monetarista do balanço de pagamentos, também denominada "approach" monetário do balanço de pagamentos, teve seu início basicamente com os trabalhos de JOHNSON (1972) e DORNBUSH (1973, p. 871/880), devendo-se reconhecer, entretanto, que a origem dessas idéias pode ser retroagida até (RICARDO (1951), ao afirmar que "a tentação de exportar dinheiro em troca de bens, ou, o que é visto como uma balança comercial desfavorável, nunca surge senão por uma quantidade redundante de dinheiro".

A descrição do "approach" como monetário e não como monetarista se dá exatamente em função da diferença fundamental entre o conteúdo das idéias monetaristas e o principal objetivo do "approach". Em outras palavras, o termo monetarista é usado, geralmente, para representar aquela escola que vê apenas os aspectos monetários como solução para o problema da economia, usando em decorrência, apenas a política monetária



para alcançar a estabilização do sistema econômico. O "approach" monetário, entretanto, afirma não que a má administração monetária seja a causa única dos problemas do balanço de pagamentos, e nem que a utilização de política monetária seja a única "cura" possível para esses problemas. O que o enfoque sugere é que os aspectos monetários poderão se traduzir em "cura" para a economia, não afirmando também que esta consequência se dê através de um processo "indolor" para os diversos segmentos da sociedade. Também, não considera que aquelas políticas que não atendem para as implicações monetárias sejam necessariamente mal sucedidas.

Segundo MUSSA (1977, p. 224), o balanço de pagamentos é um fenômeno essencialmente monetário, porém, não exclusivamente monetário. Dentro dessa visão, o termo "balanço de pagamentos" diz respeito à conta monetária, tendo superávit quando as autoridades monetárias estão comprando divisas, e déficit quando as estão vendendo. Assim, é essencial a análise do balanço de pagamentos dentro do contexto monetário. A conclusão de que o balanço de pagamentos é fundamentalmente um fenômeno monetário, tem como base a manutenção de um sistema de taxas fixas de câmbio. Se a taxas de câmbio pudessem flutuar livremente, o balanço de pagamentos se encontraria sempre em equilíbrio, pois os desequilíbrios do mercado monetário seriam absorvidos por suas flutuações.

Os fundamentos do enfoque monetário do balanço de pagamentos já podiam ser vislumbrados na hipótese da "Natural Distribuição de Moeda entre os Países", desenvolvida por GERVAISE (1720). Segundo essa hipótese, uma nação não poderia reter mais moeda do que sua natural proporção da moeda que está no mundo, e o balanço de pagamentos seria o instrumento natural que geraria a manutenção dessa relação. Assim sendo, uma implicação natural daquela hipótese, conforme FRENKEL & JOHNSON (1976, p. 36) é que, no contexto de um sistema de taxas de câmbio fixas, a oferta de moeda não pode ser considerada como exógena. Dessa forma, a política de crédito do sistema bancá-

rio se interliga com o balanço de pagamentos e os seus mecanismos de ajustes deverão ser analisados conjuntamente com os demais objetivos da economia e a política monetária, atentando-se para os desequilíbrios decorrentes do processo de ajuste entre a oferta e a demanda de moeda. Esta conclusão é óbvia, uma vez que o balanço de pagamentos reflete um excesso de fluxo de demanda ou de oferta de moeda no sistema.

### BCME-BIBLIOTECA

Algumas características básicas do enfoque monetário atuam no sentido de reduzir, senão eliminar, o papel dos preços relativos, que é de suma importância em outras conhecidas abordagens do balanço de pagamentos. Deve-se tratar de um "país pequeno", o que no contexto de comércio internacional significa que o país atua como um tomador de preços externos, tanto para suas importações quanto para suas exportações, sendo incapaz de alterar, por si só, seus termos de intercâmbio. Supõe-se ainda uma estrutura de preços internos diretamente relacionada com a evolução dos preços mundiais. De acordo com JOHNSON (1972, p. 85), a análise do sistema monetário internacional como um todo sugere, conforme a teoria, que a taxa de inflação na economia mundial pode ser determinada pela taxa de expansão monetária relativamente à taxa de crescimento econômico real de todos os países, vistos conjuntamente, assumindo uma perfeita integração da economia doméstica com a economia mundial.

Esta última característica merece um rápido comentário. Com efeito, supor uma estrutura de preços domésticos rigidamente determinada pela relação entre a expansão monetária e a taxa de crescimento econômico mundial, parece ser, no mínimo, uma suposição demasiadamente forte para atuar como uma das bases de uma teoria que pretende alcançar os limites propostos pelos monetaristas. Pode-se, no máximo, reconhecer grande influência daquela relação sobre os níveis dos preços internos, não se devendo esquecer, entretanto, outros fatores determinantes, como a própria evolução da economia doméstica, bem como sua forma de estruturação. A hipótese em questão se justi-



fica apenas pela utilização de um sistema cambial onde as taxas não se alteram, pois, ao serem os preços domésticos determinados conforme acima, as variações de preços relativos serão menores, o que estará atuando no sentido de reduzir problemas gerados pela rigidez da taxa de câmbio.

Tendo em vista as hipóteses até aqui resumidamente apresentadas, e com a introdução do conceito de uma economia aberta, a teoria monetarista adquire seu aspecto formal.

As relações entre oferta e demanda de moeda, dentro de sua tendência natural de ajustamento, conforme assume a teoria, passam a se refletir sobre o balanço de pagamentos, gerando déficits ou superávits, dentro de um contexto de taxas fixas de câmbio, sendo o balanço de pagamentos, agora, expresso pelas variações nas reservas internacionais. O conceito de oferta de moeda passa a ser representado por uma componente doméstica e pelo total dos ativos externos. Nesse ponto surge uma terceira hipótese que desempenhará importante papel no arcabouço da teoria, a saber: a de independência entre as duas componentes da oferta monetária. Assim, dentro de um sistema de taxas de câmbio fixas, para a abordagem monetarista, as variações na componente doméstica da oferta de moeda são independentes de variações nos ativos externos. Esta hipótese está diretamente relacionada com a de inexistência de esterilização dos efeitos gerados por déficits ou superávits verificados no balanço de pagamentos, colocada anteriormente. O enfoque monetário reconhece as pressões dos ativos externos sobre a oferta monetária da economia, não admitindo, entretanto, a possibilidade de medidas no sentido de se proceder a esterilização dessas pressões. Visto sob outro ângulo, a hipótese de inexistência de esterilização pode estar relacionada com as dificuldades de se manter uma política de esterilização suficientemente capaz de desempenhar suas funções, sem que, em consequência, sejam geradas outras pressões também negativas ao sistema econômico visto como um todo.



A essência da teoria monetarista a respeito da influência da relação entre oferta e demanda de moeda é ressaltada por JOHNSON (1972, p.47), que considera, explicitamente, a oferta de moeda no contexto de longo prazo, como endogenamente determinada, não podendo, portanto, ser considerada estar sob controle efetivo das autoridades monetárias do país. A principal causa, admitida pelo autor, para considerá-la assim, é que o público poderia importar ou exportar moeda nominal através do balanço de pagamentos, ajustando-se então a oferta de moeda a exatamente aquela valor demandado pelo público. Esse processo de ajustamento da oferta nominal de moeda ao volume desejado, através do comportamento do público, via importações ou exportações de moeda, com reflexos diretos sobre o balanço de pagamentos, difere fundamentalmente, quando se considera uma economia fechada, na qual as autoridades monetárias controlam efetivamente a quantidade nominal de moeda. Nesse caso, caberá ao público o processo de ajuste de seu saldo real ao desejado, através dos gastos que afetam o nível dos preços. Nos termos do que até aqui foi colocado, Johnson conclue que as decisões do Banco Central têm o poder de controlar apenas a divisão da oferta de moeda entre o crédito doméstico e as reservas internacionais.

Esta última conclusão do autor merece algum comentário. Destacando a idéia já exposta, de que as autoridades monetárias não podem controlar eficazmente a quantidade de moeda na economia, que assume então características endógenas, ele afirma que estas mesmas autoridades têm algum poder de controlar a composição do estoque de moeda, podendo influir na sua divisão entre os ativos externos e a moeda domesticamente criada. Parece, entretanto, que tal afirmação não pode ser aceita como uma regra geral, pois para alguns sistemas econômicos, a própria moeda domesticamente criada não é satisfatoriamente controlada pelas autoridades econômicas, não se podendo, então, aceitar que essas autoridades possam influir eficazmente na composição da oferta monetária.

Dentro da visão mentarista, os desequilíbrios verificados no balanço de pagamentos são considerados como fases de ajustamentos no mercado monetário. Então, os fundamentos dessa teoria advogam que existe uma tendência natural de ajustamento entre a oferta e a demanda de moeda desde que algum fator gere um desequilíbrio, e, que, em decorrência, este período durante o qual perdurará o desequilíbrio traduzir-se-á em desajustes no balanço de pagamentos. Entretanto, considera também que o equilíbrio monetário será naturalmente alcançado, pois os desajustes entre oferta e demanda por moeda geram forças que atuarão no sentido de reaver o equilíbrio. Novamente, recorrendo a JOHNSON (1976, p. 153), ele afirma que desde que a demanda por moeda é uma demanda por estoque e não por fluxo, as variações que ocorrerem na oferta relativamente à demanda por moeda deverão ser associadas a déficits ou superávits no balanço de pagamentos, e esses desequilíbrios irão gerar forças em direção, novamente, ao equilíbrio entre a oferta e a demanda por moeda, desaparecendo, a partir daí, o desequilíbrio do balanço de pagamentos. Em outras palavras, esses déficits ou superávits representam, então, fases do ajustamento dos estoques no mercado monetário. **BCME-BIBLIOTECA**

Novamente, surge a possibilidade de um comentário mais crítico com relação à teoria monetarista, que se apresenta por demais simplista, ao não fazer considerações a respeito do tempo dentro do qual aquele ajustamento se daria, além de não levantar também a possibilidade do aparecimento de outros elementos que pudessem agravar os desequilíbrios já existentes. Seria o caso de se questionar a possibilidade do restante do sistema econômico manter-se suficientemente estável até o completo equilíbrio do mercado monetário, e, por consequência, do balanço de pagamentos, ou não.

Outro aspecto a ser destacado diz respeito ao conceito de balanço de pagamentos, que, para os monetaristas, refere-se apenas ao seu resultado final. Em outras palavras, diz respeito ao comportamento das reservas internacionais. De acordo com



FRENKEL & JOHNSON (1976, p. 21), o termo balanço de pagamentos, dentro da visão do enfoque monetário, refere-se apenas ao resultado global. Os vários itens que compõem o balanço, que irão gerar esse resultado, são considerados como os canais através dos quais os desequilíbrios entre oferta e demanda por moeda tenderão a desaparecer. Assim, o enfoque monetário do balanço de pagamentos se preocupa com o resultado final, desprezando os canais através dos quais se obteve esse resultado.

### BCME-BIBLIOTECA

Em função dessa forma de conceituar o balanço de pagamentos, surge uma das primeiras vantagens do "approach" monetário, além de sua simplicidade, que é a de evitar totalmente a identificação do comportamento de alguns componentes do balanço de pagamentos com o comportamento de seu resultado global. Assim, concentrando-se no aspecto de aquisição ou perdas de reservas internacionais, o "approach" monetário não leva em consideração a composição do balanço de pagamentos, por exemplo, em balança comercial, serviços, transferências, movimento de capitais. Esta característica assume papel importante pois, no contexto de longo prazo, em uma economia em crescimento, essas componentes podem se estruturar de diferentes formas, ao longo do tempo, conforme entende MAGEE (1976).

A teoria monetarista vê a taxa de câmbio como um instrumento que, se manipulado corretamente, pode influenciar positivamente o balanço de pagamentos em uma situação de desequilíbrio. Assim, uma desvalorização cambial pode gerar tendências a um superávit no balanço de pagamentos. A forma através da qual esses efeitos positivos se dariam é que diferencia a visão monetarista das demais estruturas analíticas, pois o principal canal de transmissão dos efeitos de uma desvalorização cambial, por exemplo, não é a variação nos preços relativos, mas, sim, a consequência sobre a demanda por moeda que se elevaria diante de uma elevação dos preços domésticos.

A diferenciação entre o "approach" monetário, o "approach" elasticidade e o "approach" absorção centraliza-se



exatamente nos efeitos de uma desvalorização cambial sobre o balanço de pagamentos. Assim, enquanto a desvalorização atuará muito mais através dos efeitos incidentes sobre o mercado monetário, e daí, sobre o balanço de pagamentos, no caso do primeiro "approach", o segundo consubstancia-se na relação entre as elasticidades de oferta das exportações e de demanda das importações com relação aos preços. Na realidade, a desvalorização estará atuando no sentido de alterar os preços relativos, estimulando as exportações e desestimulando as importações. Diferentemente, o "approach" absorção vislumbra a forma através da qual a elevação dos preços internos decorrentes da desvalorização será absorvida. O "approach" envolve então três efeitos relacionados com essa capacidade de absorção doméstica, ou seja, o efeito equilíbrio de caixa, o efeito redistribuição de renda e o efeito ilusão monetária.

O "approach" monetário, diferentemente dos outros dois alternativos, considera apenas o resultado final do balanço de pagamentos, o que o coloca como mais significativo, uma vez que evita eventuais efeitos compensatórios entre dois ou mais de seus componentes.

Diante da hipótese, já explicitada anteriormente, de existência de um mercado monetário com tendências à estabilidade, a maior demanda por moeda implicaria em superávit no balanço de pagamentos. A monetização dos superávits então gerados, bem como os efeitos altistas sobre o nível de preços terminaria por conduzir ao restabelecimento do equilíbrio monetário, interrompendo então a tendência superavitária do balanço de pagamentos. Por outro lado, assumindo a existência de pleno emprego e de ajustamento do nível de preços relacionado ao equilíbrio do mercado de moeda, JOHNSON (1976, p. 280/283) conclui que a taxa de câmbio será valorizada ou desvalorizada, em função da forma como o país "conduz" sua oferta de moeda, em um regime de taxas de câmbio flutuantes. Assim sendo, se o país expande a oferta de moeda gerará tendências a desvalorizar sua taxa de câmbio, e, vice-versa.

No contexto de uma economia aberta, a taxa de câmbio torna-se um importante fator para a evolução dessa economia, tendo em vista ser ela o instrumento através do qual se dá o interrelacionamento dessa economia com o resto do mundo. Assim sendo, a forma na qual se dá a administração cambial e, sua coerência com os diferentes objetivos do sistema econômico, assim entendidos como o grau dentro do qual cada objetivo deve ser perseguido, desempenham papel fundamental para a satisfatória evolução interna do sistema econômico.

Fundamentalmente, existem três grupos principais de política de câmbio, no que diz respeito ao comportamento das taxas, ou seja:

- taxas de câmbio fixas e imutáveis;
- taxas de câmbio fixas e reajustáveis; e
- taxas de câmbio flutuantes ou livres.

O sistema de taxas fixas reajustáveis foi amplamente utilizado após o acordo de Bretton Woods, em 1944, quando os países se obrigaram a manter uma estabilidade cambial. A iniciativa da reunião de Bretton Woods visou exatamente interromper a prática da utilização de políticas de desvalorizações cambiais onde o objetivo único era aumentar a competitividade da economia que a praticava, em relação aos demais sistemas econômicos.

Pelas decisões do acordo de Bretton Woods, ao se procurar evitar a política de desvalorizações competitivas, os países poderiam, em compensação, ajustar sua taxa de câmbio, a partir de paridades fixadas, até um teto de 10% de variação, desde que se comprovasse a sua real necessidade no sentido de se evitar perda de competitividade.

Paradoxalmente, esse sistema terminou por introduzir na economia mundial, exatamente aquela característica que obje-



tivava evitar, ou seja, a instabilidade. Entretanto, o aparecimento dessa instabilidade se justificaria plenamente, pois paralelamente ao sistema de taxas fixas de câmbio, proposto pelo acordo, a economia mundial viu sendo agravado um fenômeno até então inexpressivo: a inflação. Mas o principal fator gerador dos problemas atribuídos à inflação, não consistia no simples crescimento dos preços nos diferentes países, fato que por si só não comprometeria de forma acentuada os objetivos de Bretton Woods, mas sim no crescimento daqueles preços a diferentes taxas para os diferentes países. Como os fundamentos desse acordo consistiam exatamente na existência de preços estáveis entre os diferentes sistemas econômicos, o desaparecimento dessa estabilidade atuaria, naturalmente, para o comprometimento da sobrevivência do acordo. Em outras palavras, a estabilidade da taxa de câmbio, diante do novo contexto, passava então a produzir os mesmos efeitos de uma política descontrolada, sob o aspecto internacional, da desvalorização competitiva, pois estaria beneficiando aqueles sistemas econômicos nos quais a evolução dos custos de produção se desse de uma forma mais lenta.

BCME-BIBLIOTECA

A teoria monetarista, que no contexto de uma economia aberta, inicialmente, mantinha-se dentro de um sistema de taxas cambiais fixas, se desenvolve para analisar, também, as interrelações monetárias quando se é adotado um regime de taxas de câmbio, que de alguma forma, podem variar. Neste contexto, a taxa de câmbio passa a ser determinada também pelo processo de ajustamento entre a oferta e a demanda por moeda.

Uma vez consideradas todas as hipóteses que fundamentam a visão monetarista do balanço de pagamentos, e, introduzido o papel da taxa de câmbio, que também sofre influência direta do processo de ajustamento entre oferta e demanda de moeda, a teoria atinge sua estrutura formal. Segundo JOHNSON (1976, p. 273), as políticas que objetivam influenciar positivamente o balanço de pagamentos não irão produzir uma entrada de reservas internacionais no volume desejado, se não houver uma ele-



vação na quantidade de moeda demandada e uma política de crédito doméstico que induza o público a adquirir o excesso de moeda demandado através do balanço de pagamentos, via um excesso de receitas relativamente aos pagamentos. Nestas condições, os superávits gerados no balanço de pagamentos acontecerão até que o aumento da quantidade de moeda satisfaça a demanda.

### BCME - BIBLIOTECA

Deve-se ainda apresentar o conceito de crédito doméstico, ao qual se fez referência no parágrafo anterior. A partir do balancete consolidado das autoridades monetárias e dos bancos comerciais, obtém-se do ativo o total dos ativos externos (R), medido em moeda doméstica, e o total dos ativos domésticos (A). Do lado do passivo, obtém-se o passivo monetário (M), isto é, a oferta total de moeda, e o passivo não monetário (N). A seguir, tendo como base os fundamentos de uma identidade contábil na qual o passivo deve sempre se igualar ao ativo temos:  $A + R = M + N$  donde se obtém  $M = R + A - N$ . Nesta última equação, nota-se uma parcela obtida pela diferença entre o total dos ativos domésticos da economia e o total do passivo não-monetário, o que vem caracterizar exatamente o conceito de crédito doméstico (D) da economia. Assim,  $M = R + D$  de onde se obtém  $D = M - R$ , podendo-se já, a partir desta equação, visualizar influência do crédito doméstico sobre o comportamento das reservas internacionais.

A teoria monetarista vislumbra o crédito doméstico da economia como uma variável sob controle efetivo das autoridades monetárias, hipótese esta cuja validade pode ser questionada, não podendo então ser assumida incondicionalmente, conforme já se fez referência anteriormente.

A sequência deste trabalho procura demonstrar que a hipótese de endogeneidade do crédito doméstico se apresenta de forma bem mais próxima da realidade brasileira, demonstrando ainda a validade dos princípios do enfoque monetário do balanço de pagamentos.

## A ECONOMIA BRASILEIRA

## 1 - Introdução

A economia brasileira no período 68/73 viveu uma fase de acentuadas taxas de crescimento do produto, sem grandes problemas com o processo inflacionário. Pelo lado do balanço de pagamentos, os resultados também eram positivos, uma vez que a balança comercial apresentava-se sempre equilibrada, tendo o resultado final do balanço se comportado de forma bastante razoável para as características estruturais da economia do País. Para o bom desempenho do sistema econômico e, particularmente, das suas contas externas, foi de vital importância a conjuntura internacional, onde existia uma relativa folga de liquidez, sendo, em decorrência, baixo o custo dos recursos, com os investimentos diretos apresentando boa rentabilidade, não havendo também restrições mais sérias às importações de seus produtos. Tudo isso veio, efetivamente, facilitar a manutenção de uma política monetária interna bastante folgada, sem grandes problemas para que se desenvolvesse um razoável controle da oferta de moeda, o que implicou na manutenção dos anos do "milagre" econômico do Brasil. E como as condições internacionais eram propícias, os reflexos monetários sobre o balanço de pagamentos eram reduzidos, senão eliminados.

A partir de agosto de 1968, o Conselho Monetário Nacional (CMN) aprovou uma nova sistemática para a política cambial do País, através da qual as Autoridades Monetárias (AM) passavam a corrigir o preço, em termos de cruzeiros, da moeda estrangeira, em prazos e percentuais pequenos. O então denomina-



do sistema de minidesvalorizações do cruzeiro veio substituir a forma de correções bruscas até então utilizada, com o objetivo básico de evitar desequilíbrios do balanço de pagamentos, decorrentes do descompasso entre a variação dos preços internos e aqueles verificados nos demais países, sistema este que apresenta uma maior coerência com os problemas decorrentes da evolução do processo inflacionário do País.

Adicionalmente, a nova sistemática veio evitar a ocorrência dos movimentos especulativos de capitais que ocorriam com frequência, e em volume acentuado, antes e depois de cada desvalorização, reduzindo assim as pressões com características instáveis sobre o balanço de pagamentos.

#### BCME - BIBLIOTECA

Tendo em vista a relativa sobrevivência dos termos do acordo de Bretton Woods até 1973, e a predominância de um sistema de taxas relativamente flutuantes a seguir, a nova política cambial brasileira sobreviveu a dois sistemas cambiais diametralmente opostos. A política cambial então adotada fundamentava-se, estritamente, nos termos daquele acordo, diferenciando dele apenas pela característica de eliminar as consequências negativas geradas pela evolução dos preços internos sobre as relações da economia brasileira com o exterior. Dessa forma, além de atuar positivamente sobre a balança comercial, o sistema estaria beneficiando também a conta capital, evitando que a inflação interna terminasse por reduzir esse fluxo. Em outras palavras, a política de minidesvalorização cambial, no contexto em que foi adotada, isto é, diante da plena vigência do acordo de Bretton Woods, atuou positivamente sobre a balança comercial do País, no sentido em que evitou os naturais reflexos negativos decorrentes da inflação. Não se deve esquecer, inclusive, que a filosofia da política centralizava-se exatamente na manutenção da paridade do poder de compra da moeda, o que vem explicar o reflexo positivo da política sobre a balança comercial.



O principal aspecto positivo da nova sistemática, consistiu, então em eliminar os longos períodos nos quais a taxa de câmbio permanecia fora de seu efetivo valor de equilíbrio (por hipótese, a taxa vigente quando da adoção da política -- agosto de 1968 -- era de equilíbrio), pois até então os ajustamentos ocorridos, conforme o acordo de Bretton Woods, se davam a taxas elevadas, permanecendo por longo período sem alteração. Como a inflação ocorria de forma contínua, era natural que as consequências da política anterior fossem, de alguma forma, negativas.

#### BCME-BIBLIOTECA

Abrindo aqui um pequeno parênteses, pode ser vista alguma ligação entre a política de minidesvalorizações cambiais adotada a partir de 1968 e a evolução da economia brasileira no período 1968/73, o chamado "milagre" econômico, colocando a política cambial como um dos importantes fatores responsáveis pelo comportamento altamente positivo dos indicadores econômicos naquele período. Como se sabe, foi exatamente nesse período que se concretizou, com maior ênfase, a abertura da economia brasileira ao exterior. Assim, como o contexto internacional era altamente propício em relação à importação de poupança externa (o volume de recursos e seu custo eram atraentes) e como o sistema de minidesvalorizações eliminava os riscos cambiais, os recursos fluíram naturalmente. Por outro lado, diante ainda da vigência do acordo de Bretton Woods, a política cambial atuava no sentido de beneficiar efetivamente a balança comercial do País. A consequência natural de todo este conjunto de fatores positivos somente poderia ser uma evolução amplamente positiva de todo o sistema econômico.

Outras vantagens da sistemática é que ela estaria, em última instância, garantindo a todos aqueles agentes econômicos, diretamente relacionados com o comércio exterior, uma taxa de câmbio satisfatória, pois não estaria sujeita a períodos longos nos quais estaria subvalorizada ou supervalorizada. Isto implicaria, naturalmente, em efeitos positivos sobre o comportamento das reservas internacionais, pois estariam sendo

eliminados estímulos a uma excessiva saída de reservas, ou uma entrada também indesejada, fenômenos inerentes a um contexto em que a taxa de câmbio estivesse acentuadamente fora de seu valor de equilíbrio. Estar-se-ia, assim, eliminando influências negativas advindas de quaisquer das duas situações de desequilíbrio acima referidas. A política de minidesvalorizações cambiais teve, entre seus objetivos, a função de reduzir os períodos de sobrevalorização e de subvalorização da moeda brasileira em relação às moedas internacionais, mantendo, dessa forma, a paridade do poder de compra.

Após o "milagre", a situação se alterou completamente. Com efeito, depois da crise do petróleo, deflagrada ainda em 1973, o mundo mergulhou em graves problemas e os reflexos sobre a economia brasileira atingiram todos os seus setores e, de forma mais direta, as contas externas, em função do grau de abertura da economia e da estrita dependência em relação ao petróleo importado. E os principais indicadores da economia -- emprego, inflação, produto, balanço de pagamentos -- passaram a refletir a instabilidade econômica mundial. Neste contexto, como as condições de liquidez internacional foram alteradas, mudando logicamente as condições de empréstimos, financiamento e investimento, o balanço de pagamentos do Brasil passou a ser o principal afetado, sem contar ainda a sua própria deterioração em função direta da nova política dos preços do petróleo, seguida pelos países exportadores.

Na verdade, os anos 73/82 apresentaram, principalmente, todas as consequências da crise do petróleo, passando a economia a ter problemas com o balanço de pagamentos e com a aceleração do processo inflacionário, ao lado de uma sensível redução nas taxas de crescimento do produto, acompanhadas por elevações nos níveis de desemprego, surgindo ainda, as primeiras preocupações, que foram se agravando, com a dívida externa que já assumia proporções elevadas, deixando de ser vista como estratégia de desenvolvimento e passando a constituir-se em problema. Estruturalmente, a economia trazia ainda as idéias otí-



mistas decorrentes do bom desempenho dos anos anteriores, além da própria reestruturação monetária ocorrida internamente, para que o sistema se adaptasse à evolução satisfatória de todos os seus indicadores. Findo o "milagre" econômico, surgindo o recrudesimento inflacionário, tendo o balanço de pagamentos atingido um elevado grau de instabilidade ao passar de uma fase de constantes superávits para uma alternância entre déficits (74 e 75), superávits (76, 77, 78), déficits (79 e 80), superávit em 1981, e novamente déficit em 1982, ao lado de drásticas reduções no crescimento e no emprego, era natural que se esperasse uma nova reestruturação monetária com o objetivo de "rearrumar" a economia, procurando evitar que se desenvolvesse um processo de agravamento dos problemas então surgidos.

BCME-BIBLIOTECA

A política de endividamento externo, nos anos anteriores, então usada como estratégia de desenvolvimento, com o objetivo de suprir com a poupança externa as deficiências de poupança existente internamente, tendo desempenhado papel importante no recente processo de crescimento da economia brasileira, com a eclosão da crise do petróleo, adquiriu um caráter oposto, pois tornou-se uma preocupação constante às autoridades econômicas do País.

Outro fenômeno que desempenhou um papel altamente negativo sobre a economia brasileira, no período, foi a evolução das taxas de juros internacionais, fato que contribuiu para elevar a dívida externa do País, fenômeno que veio agravar ainda mais as consequências das relações do Brasil com o exterior.



O balanço de pagamentos do Brasil no período 1967/82 apresentou-se de forma predominantemente superavitário, exce-  
tuando-se, naturalmente, os anos nos quais os reflexos da cri-  
se econômica internacional se fizeram sentir mais acentuada-  
mente, como os biênios 74/75 e 79/80 quando a grande elevação  
dos preços do petróleo impôs à economia brasileira problemas  
até então inexistentes. Também no ano de 1982 o fechamento do  
balanço de pagamentos se deu com déficit, causado, principal-  
mente, pelas dificuldades enfrentadas pela política brasileira  
de captação de poupança externa em obter um maior volume de  
recursos, gerados tanto pela maior escassez desses recursos  
quanto pelo seu custo mais elevado, como também pela redução  
da credibilidade internacional na capacidade da economia bra-  
sileira de cumprir seus compromissos externos.

#### BCME-BIBLIOTECA

A tendência superavitária verificada no balanço de pa-  
gamentos do País tem, entretanto, um aspecto de suma importân-  
cia. Trata-se de sua origem, centralizada basicamente na conta  
"capitais", na qual se destacam os empréstimos obtidos no ex-  
terior. Conforme pode ser verificado no quadro I, o item "ca-  
pitais" apresentou uma evolução ao longo do período 1967/82  
suficiente para compensar o item "serviços", tradicionalmente  
deficitário, compensando também alguns anos nos quais a balan-  
ça comercial mostrou-se deficitária. Uma das causas do compor-  
tamento do item "capitais" se deu em função de uma relativa  
folga na liquidez internacional, o que veio favorecer tanto o  
volume de recursos a ser captado quanto o custo desses recur-  
sos.

Pode-se assim afirmar que o modelo brasileiro de desen-  
volvimento, pelo menos no período 67/82, foi montado tendo co-  
mo base essa conjuntura favorável no que diz respeito à entra-  
da de capitais, o que veio a favorecer a obtenção de superá-  
vits no balanço de pagamentos.

A predominância dos empréstimos sobre os investimentos,  
característica da conta "capitais", contribuiu, por outro la-

## QUADRO I

## BALANÇO DE PAGAMENTOS DO BRASIL

US\$ milhões

DISCRIMINAÇÃO	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
A - Balança Comercial	213	26	318	232	-346	-241	7	-4 690	-3 540	-2 255	97	-1 024	-2 840	-2 823	1 202	780
Exportações (FOB)	1 654	1 881	2 311	2 739	2 904	3 991	6 199	7 951	8 670	10 128	12 120	12 659	15 244	20 132	20 293	20 175
Importações (FOB)	-1 441	-1 855	-1 993	-2 507	-3 250	-4 232	-6 192	-12 641	-12 210	-12 383	-12 023	-13 683	-18 084	-22 955	-22 091	-19 395
B - Serviços	-527	-556	-630	-815	-978	-1 250	-1 722	-2 433	-3 162	-3 763	-4 134	-6 037	-7 920	-10 152	-13 135	-17 082
C - Transferências																
Líquidas	77	22	31	21	12	5	27	1	2	1	0	71	18	168	198	-8
D - Transações Correntes																
(A+B+C)	-237	-508	-281	-562	-1 312	-1 486	-1 688	-7 122	-6 700	-6 017	-4 037	-6 990	-10 742	-12 807	-11 735	16 310
E - Capitais	27	541	850	1 015	1 832	3 492	3 512	6 254	6 189	6 594	5 278	11 891	7 657	9 679	12 773	7 850
F - Erros e Omissões	-35	-1	-20	92	35	433	354	-68	-439	615	-611	639	-130	-343	-413	-368
Superávit (+) ou																
Déficit (-) (D+E+F)	245	32	549	545	555	2 439	2 178	-936	-950	1 192	630	4 262	-3 215	-3 215	625	-8 828

FONTE: Boletim do Banco Central do Brasil, vol. 12, nº 7, de julho/76, complementando-se a série com outros números.

do, para agravar o problema da dívida externa, fato que, segundo CONCEIÇÃO TAVARES (1979) terminou por introduzir aspectos negativos à economia, como por exemplo, a necessidade de se "forçar" a obtenção de superávits na balança comercial para cumprir os serviços dessa dívida. O item "serviços" reflete, por seu lado, um dos principais pontos de estrangulamento do balanço de pagamentos do País, apresentando-se altamente deficitário ao longo dos anos, atingindo valores muito superiores aos maiores superávits da balança comercial, forçando cada vez mais a entrada de capitais, agravando o perfil da dívida externa.

Não se está pretendendo desconsiderar o princípio da ordem natural do balanço de pagamentos de que os países menos desenvolvidos sejam mais importadores de capitais enquanto os industrializados o sejam exportadores. Aceita-se assim que um país em desenvolvimento apresente déficits em sua conta corrente, devendo absorver capital estrangeiro, no mínimo, no montante desse déficit. Entretanto, a nosso juízo, o endividamento resultante dessa absorção de capital externo deve ser sustentável ao longo do tempo.

No caso da economia brasileira, vem se desenvolvendo um grande esforço, conforme os relatórios do Banco Central, no sentido de se evitar um agravamento ainda maior do endividamento através da adoção de um maior grau de austeridade para a contenção da demanda agregada via medidas de controle do crédito doméstico, objetivando reduzir importações, expandir as exportações, melhorando, em decorrência, a balança comercial do País, o que pode levar a uma menor necessidade de novos empréstimos externos.

A estrutura superavitária do balanço de pagamentos do Brasil teve, entre os fatores favoráveis, o papel da política cambial adotado em agosto de 1968. O sistema das minidesvalorizações do cruzeiro exerceu destacada função na obtenção dos superávits, e até na redução de déficits que poderiam ser



maiores, uma vez que, ao se corrigir a moeda estrangeira em intervalos pequenos de tempo, reduzia-se o descompasso causado pelas variações dos preços internos e externos, diminuindo-se ainda os movimentos, apenas especulativos, de capitais. Paralelamente, o sistema cambial mantém os estímulos à expansão das exportações e inibe o crescimento das importações, através da manutenção da paridade do poder de compra da moeda internacional.

### BCME-BIBLIOTECA

As dificuldades encontradas pelo Brasil para conduzir o seu balanço de pagamentos dentro de uma estrutura coerente com os anseios da sociedade teve, ao longo do período, a inflação como um dos fatores, uma vez que esse fenômeno altera sensivelmente o interrelacionamento dos diversos segmentos da economia, conforme reconhece CONCEIÇÃO TAVARES (1979). Institucionalmente, os problemas gerados pela inflação levaram à criação da correção monetária, numa tentativa de tornar possível a convivência da economia com o processo inflacionário.

O quadro II mostra a evolução no período 67/83 da inflação no Brasil, comparativamente à correção monetária e a do saldo dos meios de pagamentos. Observa-se um comportamento com taxas sazonalmente estáveis num primeiro subperíodo (1967/1975), um patamar mais elevado nos anos 1967/79 e uma explosão do processo inflacionário nos três últimos anos.

Nos anos 67/75 a estabilidade da inflação teve, dentre suas causas, uma favorável ambiência macroeconômica, gerada pelos resultados altamente positivos obtidos pela economia brasileira nos anos do "milagre" (1967/1973). Nos quatro anos seguintes, a inflação refletiu, dentre outras variáveis, a desestabilização interna da economia que se seguiu ao primeiro choque do petróleo. Os índices dos três últimos anos foram consequência tanto do segundo choque do petróleo quanto da massiva desvalorização do cruzeiro imposta ao País em 1979, sofrendo ainda reflexos negativos da nova estrutura das taxas de juros internas que teve lugar em função das necessidades de estímulos à captação de recursos externos.

## QUADRO II

## INFLAÇÃO, CORREÇÃO MONETÁRIA E MEIOS DE PAGAMENTOS

## Variação Percentual

PERÍODO	IGP-DI em 31/12	CORREÇÃO MONETÁRIA	MÉDIA DO IGP	MEIOS DE PAGAMENTOS
1967	25,0	23,2	28,4	45,7
1968	25,5	25,0	24,3	39,0
1969	20,1	18,5	20,3	30,6
1970	19,3	19,6	19,9	27,7
1971	19,5	22,7	20,3	32,3
1972	15,7	15,3	17,3	25,8
1973	15,5	12,8	14,9	50,6
1974	34,5	33,3	28,7	32,3
1975	29,4	24,2	27,9	39,6
1976	46,3	37,2	41,2	37,7
1977	38,3	30,1	42,7	38,3
1978	40,8	36,2	38,7	42,0
1979	77,2	47,2	53,9	63,3
1980	110,2	50,8	100,2	74,3
1981	95,2	95,6	109,9	113,4
1982	99,7	97,8	95,4	65,0
1983	211,0	156,6	154,6	95,0

Outro aspecto importante a ser observado no quadro II é a rigidez no sentido descendente que caracteriza a evolução da inflação no Brasil, que resistiu, no período estudado, a todos os esforços da política econômica no sentido de se reverter, em algum grau, o processo inflacionário. Neste contexto, pelo menos um elemento desempenhou papel de destaque. Trata-se da correção monetária, um mecanismo concebido para facilitar a convivência da economia com a inflação, mas que contribui efetivamente para manter a inflação. Ou seja, a correção monetária, na forma como é institucionalizada, não é causadora de mais inflação, mas impede possíveis revesões no processo inflacionário, conforme conclusões de CONTADOR (1977). BARBOSA (1978) desenvolve uma análise semelhante, "na medida em que a formação de expectativas se traduz no principal fator de realimentação inflacionária".

## BCME-BIBLIOTECA

### 3 - A Oferta de Moeda e Política Monetária no Brasil

De uma forma geral, os meios de pagamentos de um sistema econômico podem ser criados pela ação de dois tipos de instituições, através de duas formas diferentes, a saber: um Banco Central que emite moeda, e o conjunto dos bancos comerciais, que criam moeda escritural, tendo como fonte inicial, uma determinada massa monetária. Por outro lado, os dois agentes criadores de moeda têm sua ação limitada. Pelo lado do Banco Central, as limitações são inerentes às próprias funções da instituição, que além de emissor de moeda, deve também exercer a administração da liquidez da economia, possibilitando a busca de certa coerência entre os principais objetivos da sociedade, resumidos no controle do balanço de pagamentos, do processo inflacionário, em uma melhor distribuição de renda e na manutenção de um nível de emprego compatível com os anseios dessa sociedade. Outro fator que limita o poder emissor do Banco Central é o grau de eficiência dos instrumentos monetários, através dos quais o Banco deverá exercer aquele contro-



le. Assim sendo, o poder emissor do Banco Central deve ficar limitado à sua própria eficiência em desempenhar seu papel. No que diz respeito aos bancos comerciais, suas limitações se concentram no seu poder multiplicador, sobre o qual exercem efetiva influência as reservas de segurança que eles necessitam para suas operações e o volume de moeda que o público deseja manter em seu poder. Assim, a oferta de moeda de um sistema econômico é determinada pela ação de uma base monetária e de um multiplicador.

No Brasil, existem características básicas que devem ser consideradas e que levam à necessidade de conceituações diferentes, tanto para a base monetária quanto para o multiplicador. As Autoridades Monetárias do País são constituídas pelo Banco Central e pelo Banco do Brasil, o que em última instância atua no sentido de dificultar o controle monetário da economia, como se verá posteriormente. Assim sendo, a base monetária assume uma composição diferente à convencional, para absorver a participação do Banco do Brasil, sendo representada pelo passivo monetário do balancete consolidado das Autoridades Monetárias. Em outras palavras, ela é a soma dos depósitos voluntário e compulsório no Banco Central com o total do papel moeda em circulação, sendo acrescentados ainda os depósitos à vista do público no Banco do Brasil. Também o multiplicador é alterado para refletir o fato deste Banco atuar, simultaneamente, como banco comercial e Autoridade Monetária.

O quadro III e tabela I apresentam as evoluções da base monetária, do multiplicador, dos meios de pagamento e do índice geral de preços. É interessante observar que o comportamento do multiplicador da base monetária vem exercendo importante papel no processo da perda do poder de controle do crédito doméstico por parte das AM nos últimos anos. Na opinião de AGOSTINHO (1978), o multiplicador vem sofrendo, em algum grau, impacto do desenvolvimento do mercado financeiro (surgimento de novos instrumentos e instituições) e da estruturação

BASE MONETÁRIA, MULTIPLICADOR,

MEIOS DE PAGAMENTOS E ÍNDICE GERAL DE PREÇOS (1)

PERÍODO	Saldo Base		Saldo Meios		Índice Geral
	Monetária	Multiplicador	de Pagamentos		de Preços
	Cr\$ bilhões		Cr\$ bilhões		(Média 1977=100)
1967	8	1,8750	15		11,1839
1968	11	1,8181	20		14,0324
1969	15	1,7333	26		16,8486
1970	17	2,0000	34		20,0937
1971	23	1,9565	45		24,0058
1972	25	2,2400	56		27,7799
1973	38	2,2105	84		32,0980
1974	50	2,2400	112		43,1866
1975	67	2,3228	156		55,8627
1976	100	2,1500	215		81,7027
1977	152	1,9539	297		113,4
1978	220	1,9136	421		159,7
1979	382	1,8010	688		283,0
1980	613	1,9559	1 199		595,0
1981	1 188	2,1531	2 558		1 161,3
1982	2 219	1,9026	4 222		2 319,4
1983	4 197	1,9614	8 232		7 213,3

(1) Dados referentes a final de período.

FONTE: Boletim do Banco Central do Brasil - vários números.

das operações de mercado aberto. O desenvolvimento do mercado aberto veio, por exemplo, no período 71/76, solidificar o mercado de títulos públicos e permitir o surgimento de diversos outros mercados financeiros. Pode ser constatado também um maior grau de liberdade da assistência financeira bem como indícios de mudança dos objetivos dos recolhimentos compulsórios de instrumento de controle monetário para instrumento de crédito seletivo. O resultado se traduz então em significativas alterações em algumas relações que influenciam diretamente o multiplicador. Analisando mais exaustivamente a evolução das relações componentes do multiplicador o autor conclui que até mesmo aquelas que, teoricamente, seriam do controle direto das Autoridades Monetárias, como  $r_2$  (total do encaixe compulsório/total dos depósitos nos bancos comerciais) e  $r_3$  (depósito compulsório mantido em títulos/total dos depósitos compulsórios), vêm experimentando um processo de instabilidade não prevista. Naturalmente que as relações mais dependentes do comportamento do público e dos bancos comerciais como B (depósitos à vista no Banco do Brasil/depósitos à vista nos bancos comerciais) e F (papel moeda em poder do público/total dos depósitos nos bancos comerciais) têm ainda um menor grau de previsibilidade. O resultado final se reflete sobre a política monetária contribuindo para a redução de sua eficácia. Vale lembrar que o modelo de oferta monetária se fundamenta na hipótese de um multiplicador estável e uma base monetária perfeitamente controlável pelas Autoridades Monetárias.

A composição das Autoridades Monetárias em duas instituições independentes, mas de atuação conjunta, apesar dos diferentes objetivos de cada uma, torna importante o exame do desempenho de ambas ao longo de um período.

O instrumento de compatibilização da ação daquelas duas instituições é o orçamento monetário. Entretanto, o duplo papel desempenhado pelo Banco do Brasil atua deteriorando o poder de controle da oferta de moeda da economia, comprometendo as metas quantitativas do orçamento monetário, através da evolução de diversas linhas de crédito.



Um importante item, que fornece um bom indicador da evolução da oferta de moeda no País, é o dos empréstimos do Banco do Brasil ao setor privado que constituem o principal fator responsável pelo comportamento da base monetária na economia brasileira, cuja evolução no período 67/83 é mostrada no quadro IV, e tabelas II e III. Subdividindo-se os empréstimos totais do Banco do Brasil em empréstimos ao setor privado e ao setor público, têm nos primeiros sua quase totalidade. Estes se dividem em um grupo que teoricamente está sujeito a teto no orçamento monetário e nos financiamentos para atendimento de políticas especiais de crédito, que se traduzem nos grandes geradores de incertezas relacionadas com a evolução dos empréstimos do Banco do Brasil uma vez que se colocam fora do controle direto das Autoridades Monetárias, dificultando assim a administração monetária da economia e tornando ainda mais enfática a característica de endogeneidade do crédito doméstico.

#### BCME-BIBLIOTECA

No período 1967/82 a evolução dos empréstimos do Banco do Brasil ao setor privado apresenta dois subperíodos distintos, abrangendo o primeiro os anos de 1968 a 1977 e o segundo os anos restantes. No primeiro subperíodo observa-se pelo quadro IV e tabela II que os empréstimos tiveram efeito expansionista, conclusão que se chega ao se comparar as suas variações com as do IGP. Vale destacar inclusive indícios de uma tentativa de manutenção da política de "euforia", característica dos anos do "milagre", já durante os primeiros anos da crise (a partir de 1973 até 1977), quando já se fazia necessário a adoção de uma política monetária caracterizada por um grau mais elevado de austeridade direcionada a induzir maior controle sobre o crédito doméstico da economia. Após 1978, constata-se, já, algum sucesso na política de controle dos empréstimos do Banco do Brasil cujo crescimento mostrou-se razoavelmente inferior ao do IGP.

## QUADRO IV

EMPRÉSTIMOS DO SISTEMA MONETÁRIO AO SETOR PRIVADO,  
MEIOS DE PAGAMENTOS E ÍNDICE GERAL DE PREÇOS

BCME-BIBLIOTECA

Saldos em Cr\$ milhões

PERÍODO	Banco do Brasil	Bancos Comerciais	Sistema Monetário	Meios de Pagamentos	I.G.P. Média 1977=100
1967	3 455	8 050	11 495	14 513	11,1839
1968	6 954	13 031	19 985	20 174	14,0324
1969	10 813	18 114	28 927	26 346	16,8486
1970	15 279	24 287	39 566	33 638	20,0937
1971	22 469	35 135	57 604	44 514	24,0058
1972	30 277	51 283	81 560	56 003	27,7799
1973	45 422	73 902	119 324	84 332	32,0980
1974	80 643	109 020	189 663	111 563	43,1866
1975	132 728	164 550	297 278	155 784	55,8627
1976	214 115	247 232	461 347	214 527	81,7027
1977	318 446	376 667	695 113	296 726	113,4
1978	437 896	591 515	1 029 411	421 485	159,7
1979	720 726	1 009 666	1 730 392	688 176	283,0
1980	1 238 432	1 932 916	3 171 348	1 198 680	595,0
1981	2 025 289	3 573 144	5 598 433	2 558 479	1 161,3
1982	3 452 114	7 090 516	10 542 630	4 221 996	2 319,4
1983	6 729 000	18 168 000	24 897 000	8 231 849	7 213,3

FONTE: Banco Central do Brasil - Vários documentos.

Verificou-se, entretanto, no período analisado, substanciais desvios dos valores ocorridos em relação aos projetados pelo orçamento monetário, projeções estas que foram sistematicamente inferiores, conforme pode ser observado no quadro V, numa evidência adicional de que o poder de controle das Autoridades Monetárias sobre suas próprias contas é reduzido. Como os empréstimos do Banco do Brasil são, de certa forma, sujeitos a teto, conforme foi colocado anteriormente neste capítulo, conclui-se que o diferencial entre o programado e o ocorrido surge exatamente em decorrência de uma certa incapacidade dessas Autoridades em controlar suas próprias atividades.

A esta altura, na análise até aqui desenvolvida, faz-se necessário enfatizar que a incapacidade das Autoridades Monetárias, em desenvolver eficientemente o controle monetário da economia, se dá em função dos principais objetivos do sistema econômico aos quais já se fez referência. A atuação das Autoridades Monetárias, estritamente dentro dos objetivos de controle da oferta de moeda, poderia afetar outras variáveis tais como o cumprimento de compromissos assumidos com a própria sociedade, a necessidade de se gerar estímulos ao setor produtivo, ou até mesmo, a própria liquidez da economia, uma vez que existem diferentes defasagens entre a utilização de determinado instrumento de controle, seus resultados, e as adaptações do sistema, decorrentes desses resultados. Assim sendo, a própria consequência da evolução de determinadas variáveis em resposta a medidas de controle podem contribuir para invalidar, pelo menos parcialmente, o esforço feito ao se tentar exercer esse controle na economia.

A argumentação até então desenvolvida devem ser acrescentados os problemas gerados pela inexistência de instrumentos em mãos das Autoridades Monetárias que pudessem ser usados eficientemente, sem que se comprometesse o comportamento da economia sob outros aspectos. Dentro dessa linha de raciocínio, pode-se inclusive entender o processo de comprometimento



## QUADRO V

## EMPRÉSTIMOS DO BANCO DO BRASIL AO SETOR PRIVADO

- Evolução Comparativa: 1973/82

BCME-BIBLIA

PERÍODO	Saldo	Saldo	Saldo	Saldo
	Projetado	Ocorrido	Projetado	Ocorrido
	Cr\$ bilhões	Cr\$ bilhões	Variação Percentual	Variação Percentual
1973	25,6	45,4		
1974	69,2	80,6	52,4	77,5
1975	116,7	132,7	44,8	64,6
1976	190,8	214,1	43,8	61,3
1977	294,2	318,4	37,4	48,7
1978	407,9	437,9	28,1	37,7
1979	585,8	720,7	33,8	64,6
1980	1 076,0	1 238,0	49,3	71,8
1981	1 818,4	2 025,3	46,9	63,6
1982	3 272,0	3 452,1	61,6	70,4

FONTE: Banco Central do Brasil - Vários documentos.

## BCME - BIBLIOTECA

das projeções do orçamento monetário no que diz respeito aos empréstimos do Banco do Brasil ao setor privado.

Outro importante fenômeno pode ser alinhado ao que até aqui se colocou no sentido de se traçar mais evidências relacionadas às dificuldades encontradas pelas Autoridades Monetárias para exercer um controle monetário realmente efetivo. Trata-se do direcionamento seguido pelo Sistema Financeiro Nacional nos últimos 15 anos, traduzido tanto em termos de uma expansão quantitativa no que diz respeito às atividades desenvolvidas, quanto ao grau de complexidade que se expandiu substancialmente. Assim, o Sistema Financeiro do País passou por um processo de multiplicação de suas instituições tais como os bancos de investimento, bancos de desenvolvimento, financeiras, sociedades de crédito imobiliário, dentre outras, que apesar de não se apresentarem como criadoras de moeda no sentido convencional, passam a exercer pressão, de várias formas, sobre o sistema monetário, comprometendo a ação das Autoridades. Por outro lado, os instrumentos de política monetária não passaram por um processo de aperfeiçoamento capaz de acompanhar a evolução do sistema. O resultado natural foi uma perda relativa de eficácia na administração monetária do País.

O quadro VI permite a visualização das consequências da evolução do Sistema Financeiro, através do maior crescimento dos empréstimos do sistema financeiro não monetário relativamente ao monetário. Assim, excluindo-se os anos de 1974, 1975 e 1979, nos quais o sistema monetário apresentou crescimento ligeiramente superior, nos demais houve amplo predomínio do sistema não monetário. Aquelas consequências se relacionam com as dificuldades de controle do crédito doméstico da economia, reforçando suas características endógenas, através do surgimento de novas "formas de moeda", sobre as quais a política monetária vem se mostrando inoperante, conforme constatou a análise de CONCEIÇÃO TAVARES (1979). Este processo se dá paralelamente às dificuldades de previsibilidade do multiplicador, decorrentes, em parte, dos novos rumos tomados pelo Sistema Financeiro.

## QUADRO VI

EMPRÉSTIMOS DO SISTEMA FINANCEIRO, PRODUTO INTERNO BRUTO e

ÍNDICE GERAL DE PREÇOS: 1968/82

- Taxas de crescimento percentual -

BCME - BIBLIOTECA

PERÍODO	Sistema Monetário	Sistema não Monetário	Sistema Financeiro	PIB - Preços Correntes	I.G.P.
1968	65,6	137,9	91,0	42,1	25,5
1969	51,9	60,9	50,1	32,2	20,1
1970	38,5	63,5	46,3	29,8	19,3
1971	45,6	66,0	53,8	33,0	19,5
1972	41,6	64,2	51,3	31,8	15,7
1973	46,3	65,9	55,5	38,1	15,5
1974	58,9	52,3	55,6	45,6	34,5
1975	56,7	56,2	56,5	42,1	29,4
1976	55,2	60,7	57,9	59,7	46,3
1977	50,7	52,0	51,3	50,2	38,8
1978	48,1	48,7	48,4	47,8	40,8
1979	68,1	61,9	65,0	67,3	77,2
1980	70,3	76,0	73,1	110,0	110,2
1981	89,9	124,6	107,3	104,8	95,2
1982	82,6	105,8	95,7	98,1	99,7
1983	115,4	162,5	143,3	136,7	211,00

FONTE: Boletim do Banco Central do Brasil - Vários números.



O comportamento das contas cambiais vem interferindo efetivamente no controle monetário da economia. Essas contas referem-se ao volume de moeda interna usado pelas Autoridades Monetárias para atender ao comportamento total do câmbio, sendo então seu volume função não apenas do movimento de divisas mas também do direcionamento da política cambial do País.

O problema para o controle monetário não se situa, entretanto, nas características expansionista ou contracionista, mas sim na incerteza tanto com relação ao sentido quanto ao aspecto quantitativo da pressão. A evolução das contas cambiais brasileiras no período 66/82, mostrada no quadro VII, permite a visualização do comportamento altamente instável comparativamente ao índice geral de preços. Nos anos do "milagre" econômico, fica evidenciado o caráter expansionista dessas contas que se apresentaram de forma menos instável. A partir de 1974, quando se agrava a crise internacional, acentua-se o grau de instabilidade, com reflexos sobre a eficácia da política monetária, deteriorando a capacidade dessa política em influenciar o crédito doméstico da economia.

Outro item que desempenha um papel de grande importância para a economia, no que diz respeito à liquidez do sistema, é o dos créditos concedidos às instituições financeiras pelo Banco Central.

No quadro VIII, que apresenta a evolução desses créditos no período 68/83, destaca-se o subperíodo 68/77 com um crescimento bastante superior ao dos preços, sugerindo uma política monetária menos austera. A partir de 1978, as taxas de crescimento dos créditos a instituições financeiras se mostraram substancialmente inferiores à taxa de inflação, tendo, nesse ano, chegado a ser nula diante de uma variação nos preços de 40,8%. Justifica-se essa nova tendência pela necessidade de um maior aperto na liquidez do sistema, conforme Relatório do Banco Central do Brasil (1979).

QUADRO VII

CONTAS CAMBIAIS - Evolução Comparativa

PERÍODO	Saldo líquido	Variação Percentual	
	em Cr\$ milhões	Contas Cambiais	I.G.P.
1967	2 779	-3,9	25,0
1968	4 184	50,6	25,5
1969	8 929	113,4	20,1
1970	10 291	15,2	19,3
1971	11 325	10,0	19,5
1972	26 865	137,2	15,7
1973	41 228	53,5	15,5
1974	39 017	-5,4	34,5
1975	34 633	-11,2	29,2
1976	72 430	109,1	46,3
1977	90 941	25,6	38,3
1978	197 654	117,3	40,8
1979	255 757	29,4	77,2
1980	81 523	-68,1	110,2
1981	386 430	374,0	95,2
1982	160 577	-58,4	99,7

FONTE: Banco Central do Brasil - Vários documentos.

BCME - BIBI

## QUADRO VIII

## CRÉDITOS ÀS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS

## - Evolução Comparativa

PERÍODO	Saldo Ocorrido	Variação Percen- tual do Saldo Ocorrido	Variação Percentual do IGP
1968	1 723		25,5
1969	2 659	54,3	20,1
1970	3 252	22,3	19,3
1971	5 308	63,2	19,5
1972	8 502	60,2	15,7
1973	13 389	57,5	15,5
1974	33 783	152,3	34,5
1975	60 406	78,8	29,4
1976	99 003	63,9	46,3
1977	152 838	54,4	38,8
1978	152 486	0,0	40,8
1979	184 931	21,3	77,2
1980	270 116	46,1	110,2
1981	544 386	101,5	95,2
1982	923 642	69,7	99,7
1983	1 756 787	90,2	211,0

BCME - B

FONTE: Banco Central do Brasil - Vários documentos.



#### 4 - O Uso dos Instrumentos Clássicos de Política Monetária e suas Consequências

Simplificadamente, o mecanismo de recolhimentos compulsórios se traduz na custódia, por parte das Autoridades Monetárias, de parcela dos depósitos à vista dos bancos comerciais, sendo que a partir de 1982, conforme resolução nº 761 do Banco Central, também os depósitos a prazo foram incluídos.

Os recolhimentos compulsórios foram criados para serem utilizados por aquelas autoridades como um instrumento de política monetária, com a finalidade principal de exercer um efetivo controle sobre a liquidez da economia. Paralelamente, o instrumento veio ganhando outras atribuições, tais como o direcionamento seletivo do crédito, ou, até mesmo, como uma forma de contenção das atividades dos bancos comerciais, tendo em vista outros objetivos, como, por exemplo, o combate à inflação e aos desequilíbrios do balanço de pagamentos, via uma política contracionista de crédito.

Faz-se necessário, aqui, fazer uma diferenciação entre uma política monetária voltada para um controle efetivo sobre a liquidez da economia e uma política monetária contracionista, diferença esta que se situa no próprio objetivo dessa política monetária. Assim, no primeiro caso, essa política se destina a evitar as pressões naturais decorrentes da falta ou do excesso de liquidez interna sobre os diversos segmentos do sistema, não tendo característica contracionista ou expansionista. No segundo caso, as decisões econômicas teriam um caráter estritamente contracionista, tornando necessárias medidas complementares quando se desejasse evitar pressões altistas, por exemplo, sobre a taxa de juros.

Diante da ampliação das atribuições dos recolhimentos compulsórios, a consequência natural seria uma perda de seu poder como instrumento de política monetária, caracterizado por reduzida flexibilidade em sua manipulação, principalmente se utilizado no sentido restritivo, o que poderia gerar desequilíbrios setoriais indesejáveis, uma vez que afetaria indistintamente todo o sistema bancário. Em outras palavras, o mecanismo apresenta-se bastante limitado como instrumento de política monetária, não podendo ser usado na medida necessária. Ao relacionar este aspecto com o fato de que, juntamente aos redescontos e ao open-market, constituem os três instrumentos clássicos de política monetária, pode-se concluir pelo relativo pouco poder de influência das Autoridades Monetárias sobre a condução da política monetária da economia, não podendo então administrar eficientemente o crédito doméstico, o que vem colocar fora de seu controle a evolução do processo inflacionário e do balanço de pagamentos.

#### BCME-BIBLIOTECA

Apesar de sua relativa ineficácia, o mecanismo foi amplamente utilizado durante a fase de aceleração do processo inflacionário da economia brasileira, quer através de variações na taxa global de recolhimento, quer pela composição entre recolhimento em espécie e títulos, ou ainda pela possibilidade de liberações de parcela do volume recolhido para aplicações específicas.

Em janeiro de 1973, através da resolução nº 273 do Banco Central, foi adotada uma medida que visava criar tendência decrescente na taxa de juros. Trata-se da eliminação da necessidade de recolhimento compulsório sobre depósitos a prazo fixo, medida esta que se traduziu em benefício adicional à liquidez interna do sistema, sem aparentes aspectos negativos, uma vez que a preocupação constante da época centralizava-se na dinamização das atividades econômicas.

No que diz respeito à composição da taxa do recolhimento (27%) à qual estavam sujeitos os bancos comerciais, 7,7%



deveriam ser feitos em moeda, 14,3% em ORTN, 2,0% em empréstimos a pequenas e médias empresas industriais, e 0,5% em ações novas ou debêntures. A análise dessa distribuição sugere uma política monetária bastante generosa por parte das Autoridades Monetárias, consistente com os objetivos desenvolvimentistas ainda vigentes em 1973, uma vez que na realidade o sistema bancário mantinha apenas 7,7% de seus depósitos à vista sem remuneração. Ou seja, a política de recolhimentos compulsórios em 1973 foi usada muito mais como mecanismo direcionado a estimular o crédito seletivo e à redução de custos operacionais, inclusive do sistema bancário, numa clara demonstração da preocupação básica à qual já se fez referência anteriormente. A partir de 1974, a economia brasileira começou a experimentar, efetivamente, as consequências mais negativas da crise mundial, traduzidas por um recrudescimento do processo inflacionário ao lado de uma reativação no crescimento da oferta de moeda e de alguma moderação da atividade econômica. Sobressaíram-se aí as maiores dificuldades inerentes ao recolhimento compulsório como instrumento de política monetária, ao se tentar empreender medidas opostas às até então adotadas. Ainda assim, optou-se por uma progressiva redução dos percentuais até então liberados para aplicações específicas, elevações na taxa global de recolhimentos, além de congelamento de valores aplicados em títulos públicos federais, proibindo-se novas aplicações.

A resolução 375, de 9.4.76, do Banco Central elevou de 27,0% para 33,0% a taxa de recolhimento compulsório, cabendo à resolução 382, de 21.7.76, elevá-lo para 35,0%, caracterizando um conjunto de medidas direcionadas a imprimir uma tendência mais restritiva à política monetária. Em 19.4.77, foi reduzida, através da resolução 424, de 35,0% para 18,0% o percentual de recolhimento compulsório ao qual estavam sujeito as agências dos bancos comerciais localizadas no nordeste do País e em alguns municípios do Estado de Minas Gerais, considerados como nordeste, numa clara explicitação do caráter seletivo do instrumento. No mesmo ano, a resolução 446, de 19.10.77, ele-



vou de 35,0% para 40,0% o recolhimento compulsório para as regiões não consideradas especiais, estabelecendo que os adicionais cinco pontos percentuais fossem recolhidos ao Banco Central em espécie e simultaneamente convertidos em ORTN.

O quadro IX e tabela IV apresentam, em termos de saldos e crescimentos percentuais, a evolução dos depósitos compulsórios, voluntários e dos depósitos à vista dos bancos comerciais, excluindo-se naturalmente o Banco do Brasil, propiciando uma comparação com o crescimento do IGP no período em estudo. Vê-se que em 1977, em decorrência das medidas anteriormente citadas (resoluções 424 e 446) o saldo dos compulsórios cresceram em 84,9% apesar de os depósitos à vista terem experimentado apenas um ligeiro aumento real (40,1% contra 38,8% do IGP). O mesmo fenômeno pode ser observado em 1982, onde, novamente, as medidas restritivas adotadas (resoluções 761 e 762 do Banco Central) tendo como meio o mecanismo do compulsório, cujo saldo acusou um crescimento de 106,9% para uma inflação de 99,8% (os depósitos à vista cresceram apenas 62,3%), foi totalmente anulada por uma sensível redução real dos depósitos voluntários.

A análise acima permite inferências a respeito da pouca flexibilidade do mecanismo do recolhimento compulsório como instrumento de política monetária, pois, quando as Autoridades Monetárias necessitam imprimir uma política mais restritiva (ou expansionista) o setor financeiro elimina, parcialmente, aquela política através de um ajustamento nos depósitos que mantêm voluntariamente.

Outro aspecto que reforça a argumentação acima é a evolução dos depósitos à vista. Como foi visto no quadro IX os depósitos à vista vêm experimentando uma tendência declinante em termos reais. Assim, nos anos estudados, no período 68/75, houve um aumento real significativo do saldo desses depósitos, se comparado com o IGP. Em 1974, 1977 e 1978, esses depósitos praticamente mantiveram-se estáveis para mostrarem um cresci-

## ENCAIXE COMPULSÓRIO, VOLUNTÁRIO E DEPÓSITOS À VISTA

Saldo em Cr\$ milhões

PERÍODO	COMPULSÓRIO			VOLUNTÁRIO	DEPÓSITOS À VISTA
	Moeda	Títulos	Total		
1967	1 494	391	1 885	813	9 314
1968	1 958	956	2 914	1 174	12 826
1969	2 032	1 587	3 619	1 905	16 811
1970	1 760	2 635	4 395	2 315	21 471
1971	2 322	3 501	5 823	3 158	28 224
1972	3 214	4 631	7 809	2 218	40 429
1973	5 294	7 361	12 404	2 060	59 432
1974	4 154	9 357	13 509	6 168	79 300
1975	3 729	13 255	16 984	8 615	113 927
1976	16 068	20 327	36 395	7 770	153 434
1977	39 080	28 199	67 279	12 798	215 003
1978	64 925	31 137	96 062	13 089	306 590
1979	107 616	36 640	144 256	41 440	522 497
1980	192 255	44 739	236 944	17 595	907 251
1981	294 413	73 632	368 045	24 863	1 738 400
1982	627 000	137 000	761 494	6 657	2 715 100
1983	1 348 000	167 000	1 515 000	13 354	5 248 000

mento acentuadamente negativo em termos reais nos demais anos do período. A queda em termos reais dos depósitos à vista atua no sentido de reduzir o papel dos compulsórios como instrumento de política monetária, uma vez que esta queda se dá, sabidamente, ao lado da expansão de outros ativos sobre os quais os recolhimentos compulsórios não atuam.

## BCME-BIBLIOTECA

Paralelamente, existe ainda a possibilidade de manipulação, por parte dos bancos comerciais, dos depósitos voluntários para recompor, ainda que parcialmente, os recursos disponíveis, contribuindo assim para reduzir o poder de controle exercido pelo instrumento.

Dois aspectos podem ser inferidos da evolução do mecanismo de recolhimento compulsório sucintamente apresentada. O primeiro diz respeito à diversidade de objetivos perseguidos pela administração do compulsório no Brasil no período 67/82, enquanto o segundo refere-se à pouca flexibilidade do instrumento quando se precisou dele para empreender um caráter contracionista à política monetária, existente em função de sua ineficácia para contrair a oferta de moeda sem gerar outros problemas para o sistema tais como impacto altista sobre a taxa de juros.

O papel do mecanismo de recolhimento compulsório como instrumento de política monetária diante da necessidade do desenvolvimento de uma ação mais restritiva é limitado, inclusive, no aspecto legal. Assim, o Decreto-Lei nº 1085, de 18.2.70, determinava o limite máximo de 35,0% a ser cobrado compulsoriamente. Uma vez atingido este limite, o que veio ocorrer em 21.7.76 através da resolução 382, praticamente esgotou-se a pouca flexibilidade inerente ao mecanismo. A partir de então, a única alternativa reconhecida pelo próprio Banco Central (1976, p.65) se resumia na modificação da estrutura do recolhimento, assim entendida como sua composição entre títulos, moeda e parcelas liberadas.



Os redescontos têm o objetivo básico de socorrer o sistema bancário privado quando este enfrenta problemas de liquidez, tendo o Banco Central como a instituição responsável por esse socorro. Além da responsabilidade da administração do mecanismo, o Banco Central pode também desenvolver uma política direcionada a influenciar, de alguma forma, e no sentido desejado, a liquidez da economia, utilizando a própria estrutura de taxas de juros às quais estão sujeitas as operações de redescontos.

### BCME-BIBLIOTECA

A estrutura dos redescontos no Brasil se ramificou em duas frentes a saber: a assistência financeira de liquidez ou redescontos de liquidez e a política de redescontos seletivos.

Os redescontos de liquidez destinam-se estritamente à garantia da liquidez dos bancos comerciais juntamente com a função de reforço de caixa e complementação de fluxos decorrentes da compensação de cheques. O mecanismo tem caráter expansivo sobre a base monetária, e conseqüentemente, sobre o estoque de moeda da economia. Por outro lado, pode também ser considerado um instrumento de política monetária, apesar de bastante limitado, na medida em que deixa alguma margem para alterações em suas taxas e nos limites existentes. Numa análise mais profunda constata-se, entretanto, a pouca flexibilidade do instrumento, primeiro porque seus resultados independem da vontade do Banco Central, ficando apenas sob iniciativa do sistema bancário, além de não atingir todo o sistema mas apenas aqueles bancos que enfrentam problemas relacionados com sua liquidez. Além desses aspectos até mesmo a possibilidade de alterações nas taxas e limites não podem se traduzir em rotina sob pena de se introduzir elementos indesejáveis ao sistema econômico tal como algum grau mais elevado de instabilidade.

A segunda ramificação dos redescontos diz respeito aos redescontos seletivos, consubstanciados em operações de refinanciamento. O objetivo básico do mecanismo é o direcionamento

do crédito para atividades consideradas prioritárias, fato que vem inibir de forma mais acentuada sua função adicional de controle monetário da economia, uma vez que tal direcionamento cria um alto grau de dependência daquelas atividades em relação às facilidades de crédito então introduzidas. Em outras palavras, a atuação dos redescontos seletivos como instrumento de política monetária se dá muito mais facilmente no sentido expansionista que no contracionista.

#### BCME-BIBLIOTECA

Resumidamente, os dois instrumentos clássicos de política monetária apresentam limitações sérias no que diz respeito a suas eficácias. Como visto, a política do compulsório, apesar de ativa no sentido em que depende da atuação direta do Banco Central, é caracterizada por reduzida flexibilidade. Quando utilizada no sentido restritivo não possui efeito instantâneo, devendo ainda ser caracterizada por alterações não muito grandes nas taxas de recolhimento, e a intervalos não muito curtos, uma vez que sua ação altera profundamente a estrutura das reservas bancárias, fato que pode, em última instância, gerar consequências indesejadas ao sistema econômico. No caso de uma política expansionista, sua ação possui maior flexibilidade, não sendo entretanto o caso das necessidades da economia brasileira, pelo menos no período estudado. Pelo lado dos redescontos, novamente a característica de reduzida flexibilidade se faz presente além do agravante de se tratar de um instrumento de atuação passiva, isto é, dependente apenas da iniciativa dos bancos comerciais e não do Banco Central.

A utilização do open market surgiria então como a forma de compensar as dificuldades operacionais dos outros dois instrumentos no tocante à execução da política monetária.

Com o objetivo de facilitar a compreensão dos próximos parágrafos, torna-se necessário abrir um pequeno parêntese para explicar que se estará usando o termo "open market" para expressar as operações de open market propriamente ditas, traduzidas pela compra e venda de títulos públicos pelo Banco



Central no sentido de influenciar as reservas bancárias e, conseqüentemente, o fluxo de crédito bancário, os meios de pagamentos e daí o crédito doméstico da economia. O mesmo termo estará, impropriamente, se referindo também às operações da dívida pública, consubstanciadas pela colocação de novos títulos públicos no mercado.

Considerado, teoricamente, como o mais eficaz dos instrumentos clássicos de execução da política monetária, função que é desempenhada juntamente com a de captador de recursos para financiamento do déficit público, o open market veio gradativamente perdendo a primeira função à medida da evolução da segunda. Ou seja, quanto mais necessário vai se tornando sua função como captador de recursos para a atividade pública, mais restrita se vai tornando sua eficiência como instrumento de política monetária.

BCME-BIBLIOTECA

Os fundamentos teóricos do funcionamento do mecanismo são bastante simples. Ao emitir títulos e vendê-los ao setor privado o Governo está, ao mesmo tempo, obtendo recursos adicionais para financiar seu excesso de despesas sobre as receitas e reduzindo os meios de pagamentos.

O uso de forma indiscriminada do open market termina por gerar dois efeitos que se traduzem nas origens daquela perda de eficácia para exercer o controle monetário da economia, efeitos estes que estão de alguma forma relacionados. O primeiro diz respeito ao próprio volume de recursos a ser captado. Como se sabe, a economia brasileira vem enfrentando dificuldades de ordem estrutural, caracterizadas por um constante déficit público que assume proporções cada vez mais elevadas. Seu financiamento, via títulos públicos, requer um maior volume de recursos que deverá implicar em uma quantidade cada vez maior desses títulos. A colocação de novos títulos requer uma estrutura na qual a rentabilidade deve ser maior. Ou seja, o resultado final se reflete sobre as taxas de juros pressionando-as para cima.



O segundo efeito se relaciona com os resgates desses títulos, que deverão acontecer juntamente com a respectiva rentabilidade, exercendo então uma pressão expansionista sobre a oferta de moeda, que somente poderá ser evitada com o lançamento de novos títulos, reiniciando-se a partir daí todo o processo.

Da mecânica superficialmente vista acima deduz-se, com alguma facilidade, que o controle da oferta monetária da economia através da colocação e resgate de títulos fica eliminado, desaparecendo parcialmente a função de instrumento de política monetária. Este fenômeno é ainda reforçado pelo fato de que ao se elevarem as taxas de juros, conforme visto acima, haverá um estímulo a uma maior captação de recursos externos, via empréstimos por exemplo, por parte dos diferentes segmentos da economia. A transformação desses recursos em moeda doméstica estará mais uma vez atuando expansivamente sobre a oferta de moeda, tornando parcialmente nulo o sentido contractionista imposto quando da colocação dos títulos públicos no mercado.

O quadro X apresenta a composição da dívida pública mobiliária interna federal, onde se pode ver que os problemas mencionados se explicitam, principalmente, nos últimos três anos do período, tendo a relação dívida/PIB experimentado um acentuado crescimento, passando de 4,7% em 1980 para 10,3% em 1982, fato que se tornou mais acentuado se se considerar que de 1975 a 1979 a média esteve em torno de 8%. Tal evolução, se considerada simultaneamente ao agravamento da crise internacional, ao recrudescimento inflacionário, à elevação dos juros internos e externos, entre outros agravantes, caracteriza a reduzida capacidade do instrumento de exercer o controle monetário da economia.

Um outro aspecto importante não pode ser esquecido quando se procura alinhar algumas causas fundamentais que vêm

## QUADRO X

## DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL

BCME - BIBLIOTECA

Cr\$ milhões

PERÍODO	RESPONSABILIDADE DO TESOUREIRO NACIONAL				TOTAL EXCETO		PRODUTO	
	POR TÍTULOS EM CIRCULAÇÃO				CARTEIRA	CARTEIRA DO	INTERNO	A/B
	ORTN	LTN 1/	DTN	TOTAL	DO BANCO	BCO. CENTRAL	BRUTO	(Z)
					CENTRAL	(A)	(B)	
1975	60 112	37 400	36	97 548	16 980	80 568	1 052 062	7,7
1976	84 397	69 404	88	153 889	8 194	145 695	1 680 233	8,7
1977	119 390	121 001	101	240 492	36 478	204 014	2 523 101	8,1
1978	163 046	194 508	296	357 850	45 270	312 580	3 729 798	8,4
1979	251 159	270 029	340	521 528	123 792	397 736	6 239 402	6,4
1980	589 240	258 761	384	848 385	232 337	616 048	13 104 285	4,7
1981	1 985 554	1 101 944	432	3 087 930	813 302	2 274 628	26 832 943	8,5
1982	6 399 359	1 462 578	1 414	7 863 351	2 399 114	5 464 237	53 150 787	10,3

1/ Inclusive LTN especiais (Lei nº 6.588, de 16.11.78).

FONTE: Relatório do Banco Central do Brasil - 1982.

justificar as dificuldades na administração monetária do País. Como já se fez referência anteriormente, a economia brasileira experimentou nos últimos anos um processo acelerado de evolução tanto em termos quantitativos quanto qualitativos de seus agentes econômicos, principalmente aqueles relacionados com os aspectos financeiros. Assim, os meios de pagamentos que em 1965 representavam mais de 80% do total dos haveres financeiros emitidos pelo Sistema Financeiro Nacional, tiveram esta participação reduzida para 53% em 1970, 37% em 1975, 32% em 1980, 23% em 1981, para atingir 17% em 1982. No que diz respeito à relação entre os meios de pagamentos e o PIB, a tendência também se mostra declinante, sendo de 20% em 1965, 16% em 1970, subindo ligeiramente para 17% em 1975, voltando a se reduzir para 10% em 1980, 9% em 1981 e 8% em 1982.

#### BCME-BIBLIOTECA

Diante dos percentuais vistos no parágrafo anterior, naturalmente que os instrumentos clássicos de controle monetário deveriam se caracterizar por um dinamismo tal que pelo menos compensasse aquelas acentuadas quedas de participação do estoque de moeda em relação à economia visto como um todo. Isto seria importante, pois o controle monetário é um meio e não um fim em si mesmo. Ou, em outras palavras, um controle monetário é importante na medida que ele influencia, no sentido desejado, os diversos objetivos da sociedade. E, apenas em função de seu impacto sobre esses objetivos, é possível inferir a respeito de sua eficácia.

### 5 - Conclusão

Os aspectos analisados ao longo deste capítulo são comprovados econometricamente no próximo, e dizem respeito à validade dos fundamentos do enfoque monetário do balanço de pagamentos para a economia brasileira no período estudado, possibilitando-se assim inferências sobre as causas dos desequilíbrios verificados nos ativos externos da economia, bem como



a detecção daquelas que influenciam o processo inflacionário do Brasil. Assim, usando toda a argumentação apresentada, pode-se eleger a falta de efetivo poder de controle das Autoridades Monetárias sobre o crédito doméstico do sistema, como a principal causa dos desequilíbrios do balanço de pagamentos, consubstanciados pela evolução altamente heterogênea dos ativos externos, alternando anos de crescimento efetivo com outros bastante estáveis ou ainda experimentando acentuadas reduções.

### BCME-BIBLIOTECA

A influência das dificuldades do controle monetário sobre o processo inflacionário, nos termos da teoria quantitativa da moeda, fica evidenciada ao se atentar para a evolução apresentada pelo quadro III e tabela I onde se pode observar o comportamento da base monetária, do multiplicador, dos meios de pagamentos e do índice geral de preços, no período 67/83. O quadro e tabela citados enfatizam uma acentuada correlação positiva entre as duas variáveis (M1 e preços) para a economia brasileira, pelo menos no período estudado, sugerindo ainda que a influência se dá com alguma defasagem (no caso, igual a um ano), conclusão que se torna possível partindo-se do fato de que quando a oferta de moeda cresce gera, certamente, pressões ascendentes sobre a taxa de inflação do ano seguinte, fenômeno que se fez presente de forma sistemática no período em questão.

Um aspecto importante pode ser verificado na análise. Trata-se da maior dificuldade encontrada pela administração monetária para conduzir a economia a partir de 1978, quando os reflexos do agravamento da crise econômica brasileira se fizeram sentir de forma mais acentuada sobre os principais indicadores. Neste período é possível visualizar, a partir dos números apresentados, as maiores dificuldades para manter o sistema econômico dentro de algum grau de estabilidade, tendo os instrumentos monetários se mostrado ainda menos eficazes.

A relativa ineficácia da política monetária, entre os muitos fatores que a determinam, tem na evolução dos empréstimos do Banco do Brasil ao setor privado uma de suas principais causas. No período estudado, esses empréstimos surgiram entre os maiores demandadores da base monetária, tendo estado praticamente fora do controle do orçamento monetário. Paralelamente, viu-se uma grande expansão do sistema não monetário, fato que acelerou o processo da chamada ciranda financeira, tornando-o mais importante para a economia, relativamente ao sistema monetário. Estes fatores, ao lado do descontrole inflacionário e da utilização de medidas com objetivos conjunturais e direcionados, tais como a política cambial para gerar superávits, recolhimento compulsório com caráter seletivo, mercado aberto para captar recursos que cobrissem déficits, ou a elevação artificial nas taxas de juros interna para captar recursos externos e internos, dentre outras medidas, contribuíram para reduzir a eficácia da política monetária, enfatizando ainda mais o caráter já endógeno do crédito doméstico da economia brasileira.

A conclusão final dos indicadores analisados diz respeito à incapacidade por parte das Autoridades Monetárias de exercerem eficientemente o controle monetário, ficando impossibilitadas de evitar as pressões desse descontrole sobre o processo inflacionário e sobre o resultado do balanço de pagamentos. Ao não controlarem com eficiência o crédito doméstico da economia, as Autoridades Monetárias permitiram então que o balanço de pagamentos do País se apresentasse de forma altamente instável, refletindo assim os períodos de desajuste monetário, conforme os fundamentos do enfoque monetário do balanço de pagamentos.

Os próximos capítulos se propõem a comprovar empiricamente a análise até aqui desenvolvida. No tratamento econômico desenvolvido no capítulo IV, a inflação brasileira deverá ser determinada pela inflação mundial, pela taxa de câmbio e pelo desequilíbrio monetário. Certamente que a expansão do

passivo não monetário afeta o processo inflacionário, fenômeno que deve implicar em perda do poder explicativo do desequilíbrio monetário. A taxa de câmbio, segundo os princípios das minidesvalorizações adotadas em 1968, traduzidos pela manutenção da paridade do poder de compra, será explicada pelas inflações interna e externa e pela diferença entre as duas verificada no período anterior. Naturalmente que outros objetivos que levaram alterações na estrutura cambial do País refletem-se sobre as estimativas, sugerindo a possibilidade de utilização de outras variáveis.

As reservas internacionais são afetadas negativamente pelo crédito doméstico e pela inflação esperada, e positivamente pela inflação interna e pela renda real.

O crédito doméstico da economia brasileira, certamente uma variável endógena, sofre reflexos da evolução dos empréstimos do Banco do Brasil, da taxa de câmbio e do relacionamento entre os setores monetário e não monetário.



## O ENFOQUE MONETÁRIO NO BRASIL: EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS

Em um interessante exercício de simulação, desenvolvido por ROCHA (1983, p.155), é feita uma comparação entre os resultados de duas políticas de crédito doméstico, sendo uma contracionista e outra expansionista, além de uma política de desvalorização cambial, possibilitando a conclusão do autor de que o controle do crédito doméstico apresenta-se bastante mais efetivo para o balanço de pagamentos e o combate à inflação que a política cambial, enfatizando inclusive, os efeitos indesejáveis da desvalorização sobre o processo inflacionário. Segundo o autor, de acordo com as conclusões da teoria, "uma política restritiva de crédito induz um excesso de demanda de moeda, demanda esta que ao não ser plenamente satisfeita pela criação de crédito doméstico, leva o público a procurar realizá-la induzindo superávits no balanço de pagamentos." Por outro lado, a política restritiva de crédito agiria também no sentido de conter a expansão da moeda o que estaria, em última instância, atuando como controle do processo inflacionário.

No polo oposto, continua o autor "uma política expansionista de crédito cria um excesso de oferta de moeda. O público procurará, então, desfazer-se do excesso de moeda aumentando seus gastos, o que provoca déficits no balanço de pagamentos". Esta política expansionista atuará também pressionando os preços domésticos para cima, naturalmente. Dessa forma, a combinação de déficits no balanço de pagamento e o crescimento dos preços conduzirão os saldos monetários reais até o nível inicial desejado.

No que diz respeito à desvalorização cambial com o objetivo de melhorar o balanço de pagamentos os resultados são ainda positivos mas, sugere o autor, a eficácia da política é reduzida pelo seu reflexo sobre o nível dos preços, gerando daí alguma alteração nos preços relativos em prejuízo do balanço de pagamentos. O balanço de pagamentos é afetado positivamente pela elevação dos preços das importações e pela competitividade das exportações, mas esse efeito é reduzido através da variação nos preços relativos que termina por tornar as importações mais baratas relativamente aos preços internos. O estudo em questão centralizou-se no direcionamento seguido pela economia brasileira no período 1951/80, um período relativamente longo, no qual a economia do país experimentou diferentes formas de estruturação, fato que eleva o poder analítico da teoria.

### BCME-BIBLIOTECA

Outro estudo, que visa obter inferências a respeito da verificação dos fundamentos do enfoque monetário do balanço de pagamentos para a economia brasileira, foi desenvolvido por BLEGER & LEIDERMAN (1981). Desenvolvendo um sistema de três equações (uma referente a taxa de câmbio, administrada como a brasileira, outra à evolução do nível de preços e a terceira às reservas internacionais), que são determinadas simultaneamente, utilizando o método de máxima verossimilhança de informação completa (MVIC), o estudo logra obter resultados estatisticamente bastante satisfatórios, no que diz respeito à aplicabilidade dos daqueles fundamentos no período 1968/77 para o Brasil.

O estudo acima utiliza o crédito doméstico, definido pela diferença entre a base monetária e as reservas internacionais do Banco Central, como uma das variáveis determinantes de cada equação do sistema. Entretanto, a nosso juízo, admitem equivocadamente, um controle eficaz das Autoridades Monetárias sobre essa variável, considerando-a exógena ao sistema de equações. A principal inovação do modelo se relaciona com a tentativa, bastante oportuna, de captar o processo de formação



da política cambial brasileira, implantado a partir de 1968, aspecto fundamental para a determinação conjunta das três equações, conforme se propõe o estudo.

As conclusões alcançadas pelos autores se resumem conforme abaixo: um aumento da taxa de criação de crédito doméstico tenderá a elevar a inflação interna, reduzir as reservas internacionais e desvalorizar a moeda doméstica. Com relação principalmente à influência do crédito doméstico sobre as reservas internacionais, tem-se uma constatação da validade dos fundamentos do enfoque monetário do balanço de pagamentos para a economia brasileira, pelo menos no período considerado.

MARTONE (1974, p.193) concluiu pela existência de uma estreita correlação negativa entre o crédito doméstico e as reservas. Aos períodos de mais rápida expansão dos ativos domésticos correspondem períodos de perdas de reservas internacionais. A análise desenvolvida por Martone enfoca a economia brasileira no período 1962/72. Segundo as suas conclusões "na medida em que a expansão dos ativos domésticos das Autoridades Monetárias se acelera, atingindo taxas incompatíveis com a taxa de expansão real da demanda de moeda, será criada uma pressão sobre o balanço de pagamentos, como "válvula de escape" para o excesso de liquidez real então criado, gerando um déficit".

Faz-se necessário enfatizar que os diversos estudos empíricos relacionados com a economia brasileira assumem por crédito doméstico apenas a componente resultante da diferença entre a base monetária e as reservas internacionais em poder das Autoridades Monetárias, ou seja, trata-se da componente doméstica da base monetária.

A respeito da base monetária, MALAN (1976,p.81) obtém resultados satisfatórios relacionados com a inexistência de controle sobre a sua composição por parte das Autoridades Monetárias uma vez que "ao lançar mão de certos instrumentos vi-



sando compensar a meta de expansão global da base e, por conseguinte, da própria oferta monetária, as autoridades modificaram, como visto no período analisado, os meios de introdução de moeda na economia". A análise desenvolvida por Malan diz respeito ao período 1968/75; no qual ele considera a evolução de vários instrumentos utilizados na condução da política monetária, destacando-se a impossibilidade de neutralização total da pressão exercida pelas contas cambiais, enfatizando dessa forma a incapacidade das operações de mercado aberto na perseguição desse objetivo. A conclusão final do autor se dá também no sentido de rejeitar a hipótese de exogeneidade da oferta monetária, sugerindo implicitamente influência da característica endógena sobre o balanço de pagamentos.

#### BCME-BIBLIOTECA

SILVEIRA (1977), tendo como base o período 1955/75, encontrou resultados bastante satisfatórios ao testar para o Brasil uma versão simples do modelo desenvolvido por GIRTON & ROPER (1977), na qual procurou explicar uma variável composta, traduzida pela diferença entre os resultados do balanço de pagamentos como uma proporção da oferta de moeda e a percentagem de variação na taxa de câmbio.

As variáveis explicativas usadas pelo autor foram o crédito doméstico da economia e a taxa de inflação externa. Foram considerados dois períodos, indo o primeiro de 1955 a 1975, para o qual se obteve um coeficiente de determinação igual a 0,68. O segundo, mais curto, foi de 1962 a 1975, tendo aquele coeficiente subido para 0,92. Em ambos os períodos os resultados foram consistentes com os fundamentos da teoria monetarista.

Em resumo, se pode inferir dos testes acima que as variações do crédito doméstico da economia e dos preços externos se refletiram, pelo menos no longo período estudado pelo autor, ou sobre o balanço de pagamentos, ou sobre a taxa de câmbio, ou então, sobre ambos.

## ANÁLISE ECONOMÉTRICA

## 1 - Apresentação do Modelo

BCME-BIBLIOTECA

O teste econométrico da hipótese básica aqui proposta será feito com base no modelo desenvolvido em BLEGER e LEIDERMAN (1981), que determina conjuntamente o comportamento das reservas internacionais, da inflação, e da taxa de câmbio, tendo entretanto considerado de forma imprópria o crédito doméstico da economia brasileira como uma variável exógena. Perseguindo um aperfeiçoamento neste modelo será considerado então a influência de variáveis que imprimem endogeneidade ao crédito doméstico que se constitui em uma nova equação ao modelo. Ao lado desta alteração as estimativas aqui realizadas diferirão daquelas tanto pelo período enfocado quanto pelos objetivos básicos. Assim, o tratamento econométrico desenvolvido aqui tem como objetivo central, além da determinação do crédito doméstico, a comprovação da validade dos fundamentos do enfoque monetário do balanço de pagamentos, que é utilizado como mais um instrumento de análise da política monetária daquele período, enquanto que Bleger & Leiderman se preocuparam apenas com a quantificação dos impactos verificados.

## 1.1 - As Equações

A determinação do crédito doméstico será feita considerando as influências exercidas pelo comportamento dos empréstimos do Banco do Brasil ao setor privado (EBB), pela evolução



da taxa de câmbio (RO) e pela relação (H) entre os depósitos à vista nos bancos comerciais e o total dos depósitos nesses bancos. A utilização dos EBB justifica-se por se tratar de uma variável de capital importância na administração monetária, conforme ficou claro no capítulo anterior. Esses empréstimos são responsáveis, pelo menos no período estudado, por importante parcela da demanda por base monetária no país. Apesar do Banco do Brasil atuar também como Autoridade Monetária, o controle desses empréstimos mostrou-se bastante ineficaz, dificultando-se assim a administração monetária da economia. A influência da taxa de câmbio, como responsável também pelas características endógenas do crédito doméstico, é clara na medida em que esta variável se relaciona estritamente com todos os setores da economia, sendo inclusive determinante do processo inflacionário, além de exercer papel importante nas relações do país com o exterior. A última variável (H), usada para determinar o crédito doméstico tem o objetivo básico de captar o papel desempenhado pela evolução do Sistema Financeiro Nacional através do multiplicador, uma vez que a relação H é um dos parâmetros para obtenção desse indicador. As variações no crédito doméstico serão, então, expressas por:

$$DT = a_0 + a_1 EBBT + a_2 ROT + a_3 H + u$$

BCME-BIBLIOTECA

onde EBBT são as variações nos empréstimos do Banco do Brasil e ROT as variações na taxa de câmbio.

O conceito que diz respeito às reservas internacionais (R) é definido a partir do balancete consolidado das Autoridades Monetárias e dos bancos comerciais.

A inclusão das reservas, que se encontram em poder dos bancos comerciais é necessária em função da forma como as Autoridades Monetárias conceituam o balanço de pagamentos do país, englobando as variações tanto de seus ativos externos quanto nos dos bancos comerciais.



O desenvolvimento inicial é feito a partir da identidade:

$$R + D = M \quad (1)$$

onde,

BCME-BIBLIOTECA

R representa o total dos ativos externos (ativos externos das Autoridades Monetárias e dos bancos comerciais);

M representa a oferta monetária da economia; e

D representa o crédito doméstico.

O crédito doméstico (D) é conceituado a partir do balancete consolidado das Autoridades Monetárias e dos bancos comerciais, e definido a partir da identidade contábil ( $R + D = M$ ), donde se obtém  $D = M - R$ , sendo R o total dos ativos externos.

A logaritimização e diferenciação da equação (1) resulta na equação (2)

$$RT + DT = MT \quad (2)$$

onde,

RT é a variação nas reservas internacionais como uma proporção do estoque monetário;

MT é a taxa de variação do estoque monetário;

DT é a variação no crédito doméstico como uma proporção do estoque monetário.

A demanda por moeda (L) será admitida como função do nível de preços (P), da renda real permanente (Y) e da taxa esperada de inflação (PI), isto é:

$$L = P^a y^a e^{PI} \quad (3)$$

onde,

$$e = 2,718...$$

BCME-BIBLIOTECA

Uma das hipóteses básicas da teoria monetarista, a existência de equilíbrio no mercado monetário, é observada, o que permite afirmar que os fluxos de demanda e oferta de moeda tenderão a se igualarem. Logaritmizando a equação (3), diferenciando o resultado e igualando à equação (2), será obtida a equação (4) abaixo:

$$RT + DT = PT + a yT + a PIT \quad (4)$$

onde,

PT é a taxa de variação nos níveis de preços;

yT é a taxa de variação na renda real permanente; e

PIT é a variação na taxa esperada de inflação.

Como o interesse básico é avaliar o impacto das variações no crédito doméstico sobre o resultado do balanço de pagamentos, a equação (4) aparecerá na forma:

## BCME-BIBLIOTECA

$$RT = -DT + PT + a_1 Y_T + a_2 PIT \quad (5)$$

Para efeito de teste estatístico, pode-se considerar a seguinte relação, onde  $u$  representa um termo estocástico.

$$RT = a_0 + a_1 DT + a_2 PT + a_3 Y_T + a_4 PIT + u_1 \quad (6)$$

A estimativa da equação (6) deverá fornecer os seguintes resultados:

$$a_0 = 0 ; a_1 = -1 ; a_2 = 1 ; a_3 = 1 ; a_4 < 0$$

A equação que expressará o comportamento da taxa de inflação, se baseará na coexistência na economia brasileira de bens comercializáveis e de bens não comercializáveis internacionalmente. A taxa de inflação ( $PT$ ) será uma média ponderada entre os preços dos produtos comercializáveis ( $PT_T$ ) e o dos não comercializáveis ( $PT_{NT}$ ), sendo ( $k$ ) a participação dos bens comercializáveis no dispêndio total. A equação será então

$$PT = k PT_T + (1-k) PT_{NT} \quad (7)$$

A formação de ( $PT_T$ ) se dá pelas influências da variação na inflação mundial ( $PWT$ ) e da taxa de câmbio ( $ROT$ ), sendo então

$$PT_T = PWT + ROT \quad (8)$$



Por outro lado, a formação de  $(PT)_{NT}$  sofre

influência de  $(PT)_T$  e dos desequilíbrios monetários da economia no período anterior, representados por  $(DT-LT)_{t-1}$ . Logo

$$(PT)_{NT} = (PT)_T + \emptyset (DT - LT)_{t-1} \quad (9)$$

onde  $\emptyset$  é a elasticidade do preço relativo com relação à variável monetária.

Substituindo (8) e (9) em (7), obtém-se:

$$PT = PWT + ROT + \emptyset (1-k) (DT-LT)_{t-1} \quad (10)$$

devendo ser considerada para efeito de teste estatístico a relação abaixo, onde  $u$  representa um termo estocástico:

$$PT = a_0 + a_1 PWT + a_2 ROT + a_3 (DT-LT)_{t-1} + u_2 \quad (11)$$

esperando-se os resultados:  $a_0 = 0$ ;  $a_1 = 1$ ;  $a_2 = 1$ ;  $a_3 > 0$

A quarta equação do sistema refletirá o comportamento da taxa de câmbio e sua especificação é feita a partir da taxa de inflação mundial (PWT) da taxa de inflação interna (PT) e da diferença entre as duas  $(PT - PWT)$ , verificada no período anterior. A forma econométrica a ser testada é:

$$ROT = a_0 + a_1 PT + a_2 PWT + a_3 (PT-PWT)_{(t-1)} + u \quad (13)$$

cujos resultados esperados são:  $a_0 = 0$ ;  $a_1 > 0$ ;  $a_2 < 0$ ;  $a_3 > 0$

## 1.2 - O Sistema

BCME-BIBLIOTECA

Uma vez especificadas todas as equações do modelo, tem-se um sistema de equações a ser resolvido simultaneamente que fornecerá o impacto da política monetária interna sobre a taxa de câmbio, o crédito doméstico, a taxa de inflação, e as reservas internacionais, permitindo ao mesmo tempo, que se obtenha inferências a respeito das influências desse crédito sobre o balanço de pagamentos e sobre o processo inflacionário ao lado da comprovação estatística de que o governo não detém eficácia total no controle monetário do sistema econômico, sendo o crédito doméstico uma variável endogenamente determinada.

O sistema a ser estimado simultaneamente é composto por quatro equações e quatro variáveis endógenas, conforme abaixo.

$$PT = a_0 + a_1 PWT + a_2 ROT + a_3 (DT-LT)_{t-1} + u_1$$

$$ROT = a_0 + a_1 PT + a_2 PWT + a_3 (PT-PWT)_{t-1} + u_2$$

$$RT = a_0 + a_1 DT + a_2 PT + a_3 yT + a_4 PIT + u_3$$

$$DT = a_0 + a_1 EBBT + a_2 ROT + a_3 H + u_4$$

## 1.3 - As variáveis

A obtenção de uma série para as reservas internacionais (R) se deu diretamente a partir do resultado global do balanço de pagamento expresso em dólares e transformado em cruzeiros através da taxa de câmbio. Este procedimento foi possível, tendo em vista a política cambial seguida no período estudado, onde, salvo pela maxidesvalorização do cruzeiro promovida em 1979, a taxa de câmbio brasileira seguiu, razoavelmente, o princípio de manutenção da paridade do poder de compra, pressuposto básico da política de minidesvalorização cambial adotada pelo Brasil a partir de agosto de 1968.

## BCME-BIBLIOTECA

A série relativa à demanda nominal por moeda (L) foi obtida a partir da utilização da equação estimada quando se procedeu a constatação da validade da hipótese de estabilidade da demanda monetária, pressuposto básico da teoria para testes de modelos monetários de balanço de pagamentos.

As outras variáveis, inflação (P), oferta de moeda (M), renda real (Y), taxa de câmbio (RO), inflação dos Estados Unidos como uma "proxi" para a inflação externa (PW) foram facilmente encontradas, já sistematizadas em documentos tais como IFS, Boletim do Banco Central, Conjuntura Econômica. Com relação à série para a taxa esperada de inflação (PI) foi utilizada como "proxi" a média geométrica dos três últimos períodos do IGP-DI.

## 2 - Apresentação dos Resultados

### 2.1 - Demanda de moeda

Conforme foi visto no capítulo 2 deste trabalho, a função de demanda de moeda é apresentada como uma função estável e representada por um pequeno número de variáveis. Procurou-se então verificar estas características utilizando a forma funcional equivalente à de Cagan (1956) onde



$$L = P^a \cdot Y^b \cdot e^{\frac{PI}{c}}$$

a      a PI  
1      2

L = P a y e      sendo

0

L = demanda nominal por moeda

BCME-BIBLIOTECA

P = índice Geral de Preços (IGP-DI)

Y = índice do produto real permanente

PI = Taxa esperada de inflação

Pelo método dos mínimos quadrados, foi estimada a equação abaixo, sendo os números entre parênteses correspondentes ao valor da estatística t de Student.

$$\ln lr = 4,5663 + 0,6942 \ln y - 0,8786 PI$$

(6,5)      (5,5)      (-6,9)

2

$$R^2 = 78,8 \quad DW = 1,7 \quad F = 31,0$$

onde lr é a demanda real por moeda.

Pode ser observado que os coeficientes se mostraram significativos e seus sinais, dentro das expectativas da teoria. A taxa esperada de inflação foi usada como "proxi" para a taxa de juros que seria a medida do custo de oportunidade de se reter moeda. Daí a expectativa de se obter uma correlação negativa dela sobre a demanda por moeda, pois a medida que cresce o custo de oportunidade para se manter um ativo (e a moeda para a teoria quantitativa é um ativo como qualquer outro, não se especificando motivos para sua retenção como as razões de transação ou especulação da teoria Keynesiana) o público procura diminuir as posses desse ativo e aumentar a de outros.

O valor apenas razoável encontrado para R deveu-se, em parte, certamente, ao reduzido tamanho da amostra enquanto que a estatística DW (Durbin Watson) demonstrou a existência de um reduzido grau de autocorrelação, provavelmente em função da "proxi" utilizada.

## 2.2 - A Taxa de Inflação

BCME-BIBLIOTECA

As variações verificadas na taxa de inflação brasileira foram explicadas pelas variações na taxa de inflação mundial (PWT) e pelas variações ocorridas na taxa de câmbio (ROT). Tanto os parâmetros quanto os seus sinais estiveram dentro dos princípios teóricos, verificando-se, entretanto, a presença de um pequeno intercepto que se mostrou estatisticamente diferente de zero. Outro resultado não esperado foi a constatação da insignificância da variável desequilíbrio monetário (DT-LT) defazada, considerada relevante, resultado este que pode ser certamente explicado pelas distorções que vem caracterizando os aspectos monetários, principalmente diante da expansão dos ativos não monetários da economia. Vale lembrar, também, que essa variável foi obtida pela diferença entre o crédito doméstico e a demanda de moeda, com defasagem de um período, tendo a série da demanda nominal por moeda sido gerada por instrumental estatístico, tratando-se em decorrência, de uma média. A equação estimada e suas estatísticas são apresentadas abaixo:

$$PT = -0,5988 + 2,7050 PWT + 0,9171 ROT + 0,0526 (DT - LT)_{t-1}$$

(-1,7)      (4,1)      (11,7)      (0,7)

2

$$R = 0,98 \quad DW = 2,0 \quad F = 173,3$$

Os valores apresentados entre parêntesis correspondem à estatística t de Student.

### 2.3 - A Taxa de Câmbio

Os resultados obtidos para as variações verificadas na taxa de câmbio brasileira para o período 68/82 estiveram perfeitamente consistentes com a política de minidesvalorização cambial, adotada a partir de 1968. Observa-se grande influência das inflações externa e interna, parâmetros básicos para se determinar o tamanho da mini-queda do cruzeiro em relação ao dólar. A variável composta (PT-PWT), definida pela diferença entre as duas inflações no período anterior sugere que o ajuste completo da taxa de câmbio se dá com alguma defazagem. A relativa significância da constante ( $t=1,9$ ) sugere algum desvio de objetivos na política cambial brasileira.

A equação estimada e suas estatísticas são apresentadas abaixo, sendo os valores entre parênteses correspondentes à estatística t de Student:

$$\begin{aligned}
 ROT = & 0,0781 + 0,9876 PT - 2,6035 PWT - 0,2251 (PT - PWT) \\
 & (1,9) \quad (17,8) \quad (-3,9) \quad (-1,9) \quad t-1 \\
 & 2 \\
 R = & 0,9794 \quad F = 158,5 \quad DW = 2,1
 \end{aligned}$$

### 2.4 - Reservas Internacionais

A estimativa da equação correspondente às reservas internacionais esteve perfeitamente dentro dos princípios do enfoque monetário do balanço de pagamentos, tendo se verificado a influência negativa de uma expansão do crédito doméstico da economia, indicada pela correlação negativa do DT sobre RT.



## CONSIDERAÇÕES FINAIS

BCME-BIBLIOTECA

Para a estimativa da demanda por moeda foi utilizado o método dos mínimos quadrados, tendo sido obtido os resultados esperados além de um valor bastante aceitável para o coefi-

2

ciente de correlação ( $R = 0,7877$ ), possibilitando, em consequência, a continuidade das estimativas das demais regressões, uma vez ter-se verificado a validade da hipótese de estabilidade da demanda monetária, conforme se fundamenta a teoria.

As equações restantes foram resolvidas através de um sistema simultâneo, para o qual foi utilizado o Economic Software Package (ESP).

No que diz respeito às variáveis relevantes, todos os sinais esperados se verificaram, demonstrando ainda serem significativos a níveis de 1%, 5% ou 10%, à exceção da variável desequilíbrio monetário (DT-LT) como explicativa da taxa de inflação e da renda real e inflação esperada na equação das reservas internacionais, que se mostraram estatisticamente não significativas.

No contexto de uma economia aberta, o balanço de pagamentos é o canal através do qual a oferta e a demanda de moeda tendem ao equilíbrio, uma vez que as autoridades monetárias têm, teoricamente, controle sobre o crédito doméstico e não sobre a oferta de moeda, podendo determinar ex-ante a composição do estoque de moeda da economia em moeda interna e externa. Assim, quando o crédito doméstico cresce, induz variações na mesma direção no estoque de moeda, gerando então aumento

das despesas da sociedade, o que terminará por conduzir a deficits no balanço de pagamentos, reduzindo-se assim as reservas internacionais até o nível desejado.

Com relação aos níveis dos preços internos, elevações provocarão aumento na demanda de moeda, induzindo a sociedade a reduzir suas despesas, o que gerará tendências superavitárias ao balanço de pagamentos. A internalização desses superávits aumentará o estoque de moeda em direção ao restabelecimento do equilíbrio.

### BCME-BIBLIOTECA

A análise desenvolvida ao longo desse trabalho veio comprovar dois aspectos importantes.

O primeiro diz respeito às dificuldades encontradas pela administração econômica do país em conduzir a política monetária dentro de parâmetros aceitáveis e que pudessem imprimir à economia brasileira um razoável grau de estabilidade. Assim, ao lançar mão de determinado instrumento de política monetária, os resultados positivos terminaram por se tornar insuficientes, senão eliminados, em função das consequências indesejáveis geradas por aquela utilização. Por outro lado, o uso desse instrumento, ainda que ineficaz, caracterizava-se por um processo de auto-exaustão, conforme se constatou no caso dos recolhimentos compulsórios e do open-market.

Constataram-se ainda grandes dificuldades por parte das Autoridades Monetárias em controlar suas próprias contas, o que culminou por acentuar ainda mais caráter já endógeno do crédito doméstico da economia brasileira.

Considerando que o período analisado coincidiu com os anos do "milagre" econômico brasileiro e os anos do pós-"milagre", verificaram-se insuficientes alterações institucionais nos aspectos monetários da economia, contribuindo assim para tornar ainda mais reduzidas as possibilidades de sucesso da política monetária brasileira.

## BCME-BIBLIOTECA

Vale destacar consequências de uma medida que contri-  
buiu para imprimir desequilíbrios ao sistema econômico, adota-  
da em 1980, que foi a prefixação da correção monetária em 50%  
ano em que a inflação ultrapassou a casa dos 110%. Como se sa-  
be a correção monetária foi um mecanismo concebido pela econo-  
mia brasileira para facilitar a convivência do sistema com a  
sua estrutura inflacionária. Por outro lado não se pode desco-  
nhecer o caráter de realimentador da inflação, inerente à pró-  
pria filosofia do mecanismo, tendo em vista ser a inflação o  
principal parâmetro para se determinar os níveis da correção.  
Neste contexto, aquela prefixação teria que, certamente, in-  
troduzir aspectos desestabilizadores, traduzindo-se em impac-  
tos negativos sobre a estrutura já existente.

A necessidade de elevar o superávit comercial levou as  
autoridades a promover, em 1979, uma maxidesvalorização do  
cruzeiro, o que veio contribuir, de forma efetiva, para gerar  
nova onda de desestabilização na economia. As consequências  
explícitas dessa medida se fizeram sentir, principalmente, so-  
bre o já acentuado processo inflacionário brasileiro, levando  
a inflação para um patamar mais elevado.

Utilizando as estimativas apresentadas no capítulo an-  
terior foi possível calcular as formas reduzidas derivadas,  
que permitem visualizar diretamente os efeitos das variáveis  
exógenas (PWT, (PT-PWT), (DT-LT), EBBT, H, PIT, YT) sobre as en-  
dógenas (PT, ROT, RT, DT).

Pelo processo de substituição obteve-se as variáveis  
endógenas como função apenas das variáveis exógenas, apresen-  
tadas abaixo.

$$\begin{aligned}
 PT &= 0,123 + 3,373 PWT + 2,189 (PT-PWT) + 0,562 (DT-LT) \\
 &\qquad\qquad\qquad t-1 \qquad\qquad\qquad t-1 \\
 ROT &= 0,199 + 1,095 PWT + 2,387 (PT-PWT) + 0,555 (DT-LT) \\
 &\qquad\qquad\qquad t-1 \qquad\qquad\qquad t-1
 \end{aligned}$$



$$DT = 0,232 + 0,540 PWT + 1,782 (PT-PWT) - 0,415 (DT-LT)_{t-1} + 1,056 EBBT - 0,715 H_{t-1}$$

BCME-BIBLIOTECA

$$RT = 0,239 + 1,365 PWT - 0,305 (PT-LT) - 0,042 (DT-LT)_{t-1} - 0,880 EBBT + 0,596 H + 0,227 YT - 0,318 PIT_{t-1}$$

Torna-se possível, então, verificar a importância desempenhada pela inflação mundial e pela diferença verificada entre as inflações interna e externa tanto para o processo inflacionário do país quanto para a política cambial. O crédito doméstico da economia brasileira é determinado ainda pela evolução dos empréstimos do Banco do Brasil (EBB) e pela relação (H) entre os depósitos a vista nos bancos comerciais e total dos depósitos nestes bancos. Estes resultados evidenciam as características endógenas do crédito doméstico, traduzidas pela evolução, em algum grau, descontrolada dos EBB e pela "inchação" do passivo não monetário, sem que os instrumentos de controle tenham passado por um processo de aperfeiçoamento.

Por outro lado, a utilização desses instrumentos, que deveriam exercer o controle monetário, não foi suficiente tendo em vista o processo de multiplicidade de objetivos que passou a caracterizá-los. Dentre os fatores responsáveis pela incapacidade das Autoridades Monetárias em controlar eficientemente o crédito doméstico da economia brasileira destaca-se a evolução do Sistema Financeiro Nacional, através de sua expansão tanto em termos quantitativos (grande número de instituições, cada vez mais dinâmicas) quanto em termos qualitativos (surgimento de um diversificado conjunto de outros tipos de haveres). Esta evolução terminou por possibilitar o crescimento do passivo não monetário gerando ainda dificuldades no controle do multiplicador da base monetária. Neste contexto o sistema terminou por criar diferentes formas para fugir ao controle, como por exemplo as diferentes moedas (M1, M2, M3) e outras aproximações de moeda sobre as quais a influência da política monetária mostrou-se inexpressiva.

As reservas internacionais sofrem, em variados graus, influências de todas as variáveis exógenas. Verifica-se a importância da variável EBB cujas expansões elevam o crédito doméstico, gerando um desequilíbrio no mercado monetário (excesso de moeda na economia) induzindo a uma perda de reservas internacionais conforme os fundamentos teóricos. A variável H afeta positivamente as reservas na medida em que as variações para cima nessa relação reduz o crédito doméstico da economia. A tendência da relação H, tendo em vista o desenvolvimento do Sistema Financeiro Nacional e a consequente perda de importância do sistema monetário relativamente ao não monetário, é declinante, fato que vem se traduzindo em pressões negativas sobre as reservas internacionais do país.

A análise econométrica veio ratificar as conclusões do capítulo dois deste trabalho. Demonstrou-se estatisticamente o alto grau de influência exercida pelo crédito doméstico da economia sobre o comportamento das reservas internacionais do país. Os resultados alcançados não foram, então, suficientes para se rejeitar, pelo menos no período analisado, a validade dos princípios do enfoque monetário do balanço de pagamentos para a economia brasileira.

A evolução desse estudo evidenciou ainda as dificuldades encontradas pelas Autoridades Monetárias em desenvolver uma administração monetária eficiente, levando a conclusões no sentido da existência de características endógenas para o crédito doméstico da economia, hipótese esta que as estimativas também não forneceram evidências para que fosse rejeitada.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGHEVLI, Bijan A. and KHAN, Mohsin. "The Monetary Approach to Balance of Payments Determination: An Empirical Test." in The Monetary Approach to the Balance of Payments. IMF, 1977.

BARBOSA, Fernando de Holanda. "A Demanda de Moeda no Brasil: uma resenha de Evidência Empírica". Pesquisa e Planejamento Econômico. Rio de Janeiro, 8(1), abril/1978.

**BCME-BIBLIOTECA**

----- . "Correção Monetária e Realimentação Inflacionária". Pesquisa e Planejamento Econômico. Rio de Janeiro, dezembro/1978.

BLEGER, Mario I. e LEIDERMAN, Leonardo. - "A Monetary Approach to the Crawling - Peg System: Theory and Evidence". Journal of Political Economy, vol.89, 1981.

BRAINARD, W. & COOPER, R. - "Empirical Monetary Macroeconomics: What Have we Learned in 25 Years"? The American Economic Review, vol. LXV, nº 2, may, 1975.

CAGAN, P. "The Monetary Dynamics of Hyper-Inflation", in Friedman (ed.) Studies in the Quantity Theory of Money (Chicago, 1956).

CARDOSO, Eliana e DORNBUSCH, Rudiger. "Equilíbrio Externo do Brasil: uma avaliação da perspectiva monetarista". Pesquisa e Planejamento Econômico. RJ, IPEA, 10(2): pp 481-502, agosto 1980.

CONCEIÇÃO TAVARES, Maria da. - "Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro, Rio de Janeiro, 2a. Edição, 1973.



- , - "O Sistema Financeiro Brasileiro e o Ciclo de Expansão". Caderno de Opinião, agosto, 1979.
- CONNOLLY, Michael e SILVEIRA, José Dantas. "Exchange Market Pressure in Postwar Brazil: An Application of the Girton-Ropper Monetary Model", American Economic Review, 69(3), pp 448-54, jun. 79.
- BCME-BIBLIOTECA
- CONTADOR, C.R. "O Efeito Realimentador da Correção Monetária", Política e Programação Econômica, dezembro 1977.
- DORNBUSCH, R. - National Monetary Policies and the International Financial System. University of Chicago Press. 1974
- "Devaluation Money and Non-traded Goods", American Economic Review, 73(5), pp 871-80 dec. 1975.
- FERREIRA, Edésio Fernandes. A Administração da Dívida Pública e a Política Monetária no Brasil. In: Política monetária e dívida pública. Rio de Janeiro, IBMEC, 1974.
- FRENKEL, Jacob A. - "A Monetary Approach to the Exchange Rate: Doctrinal Aspects and Empirical Evidence, Scand. Journal of Economics, 1976.
- e JOHNSON, H. G. "Essential Concepts and Historical Origins" - The Monetary Approach to the Balance of Payments. Canadá, University of Toronto Press, 1976.
- y RODRIGUEZ, Carlos A. - "Equilibrio en la seleccion de activos y balanza de pagos: un enfoque monetario" Revista Española de Economía - 28.
- FRIEDMAN, M. - "The New Monetarism: Comment", A.A. Walters (ed.), Money and Banking, Penguin, 1973.

FRIEDMAN, Milton & AA. Schwartz - "A Monetary History of the United States: 1867-1960". National Bureau of Economic Research, 4a. edição, Princeton: Princeton University Press, 1969.

### BCME-BIBLIOTECA

GERVAISE, Issac - "The System or Theory of the Trade of the World". Reproduced as a reprint in Economic Tracts John Hoptins University Press, 1956.

GOODHART, Charles - "Analysis of Determinants of the Stock of Money", In: M. Parkin e A. R. Nobay, Essays in Modern Economics. London: Logmans, 1973.

JOHNSON, Harry G. - "Essays in Monetary Economics", London, Unwin University Books, 1969.

----- . - Further Essays in Monetary Economics. George Allen and Unwin, Ltd. London, 1972.

----- . - "The Monetary Approach to the Balance of Payments Theory: a diagrammatic analysis" - The Manchester School of Economic and Social Studies, 43 (2), sept. 1975.

----- . - "The Monetary Approach to the Balance of Payments a Nontechnical Guide". Journal of International Economics, 7 (3), aug. 1977.

----- . - "Towards a General Theory of the Balance of Payments", in CAVES, R. E. e JOHNSON, H. G. (eds) Readings in international economics, Richard D. Irwin, In Homewood (III), 1969.

MAGEE, Stephen. - "The Empirical Evidence on the Monetary Approach to the Balance of Payments and Exchange Rates". American Economic Review, 66(2), may 1976.

MALAN, Luis Sampaio. - "Aspectos do Controle de Liquidez na Economia Brasileira: 1968/75". Dissertação de Mestrado apresentada ao Departamento de Economia da Universidade de Brasília, junho 1976.

MALAN, Pedro - "Teoria de Balanço de Pagamentos: uma Crítica à Abordagem Monetarista". Pesquisa e Planejamento Econômico, RJ, 7 (1), abril 1977.

MARSHALL, A. - Money, Credit and Commerce. New York, Macmillan Co, 1944.

#### BCME-BIBLIOTECA

MARTONE, Celso L. - "Um Modelo Monetário da Inflação e do Balanço de Pagamentos", Revista Brasileira de Economia, RJ FGV, 32(2), abr/jun 1978.

----- . - "O Enfoque Monetário à Teoria do Balanço de Pagamentos: Algumas Implicações", Estudos Econômicos, IPE-USP, 4 (1) SP. 1974.

MUNDELL, R. A. - "International Economics", Macmillan, N. York, 1968.

----- . - "Monetary Theory", Goodyear, Pacific Palisades (Cal) 1971:

----- . - "Monetary Theory: Inflation, Interest and Growth in the World Economy", Goodyear Publishing Co., 1971.

MUSSA, Michael. - "Um Enfoque Monetário del Analisis de la Balanza de Pagos". In: Economia Monetária - Seleção de Textos - Compilados por Mário I. Bleger e A. C. Poze-canski, CEMLA, 1977.



ROCHA, Wagner Rabelo. - "Balanço de Pagamentos e Inflação no Brasil: 1951/1980". Dissertação de mestrado apresentada à Escola de Administração Fazendária - ESAF, 1983.

SILVA, Peri Agostinho da. - "O Controle Monetário e a Contribuição do Open-Market". Revista Brasileira de Economia, vol. 35, nº 2, mar/jul, 1981.

BCME-BIBLIOTECA

----- . - "Desenvolvimento Financeiro e Política Monetária". - Editora Interciência, 1981.

SILVEIRA, José Dantas. - "A Simple Model of Exchange Market Pressure Applied to the Brazilian Case". A Dissertation presented to the graduate council of The University of Florida in partial fulfillment of the requirements for the degree of Doctor of Philosophy, 1977.

TOBIN, J. - "Financial Market and Economic Activity". New York: Cowkes Foundation Monograph 21, John Wiley and Sons, 1967.

SJAASTAD, Larry A. - "Sobre a Teoria Monetária do Balanço de Pagamentos, um Extensão", Revista Brasileira de Economia 30 (2), abril-junho 1976.

SUPLICY, Eduardo Matarazao. - Os Efeitos das Minidesvalorizações na Economia Brasileira. Rio de Janeiro, FGV, 1979.

SWOBODA, A. K. "Monetary Approaches to the Balance of Payments Theory", in E. CLAASSEN y P. SALIN (eds.), Recent Issues International Monetary Economics. North-Holland, Amsterdam, 1976.

----- . "Politica Monetaria Bajo Tipos de Cambio Fijos: Su Effectividad, la Velocidade de los Ajustes y el

Uso adecuado". Revista Española de Economía - 25 pp.  
274-397.

WHITMAN, M. V. N. - "Global Monetarism and the Monetary Approach to the Balance of Payments", Brookings Papers on Economic Activity (3) 1975.

ZECHER, Richard. "Monetary Equilibrium and International Reserve Flowss in Australia". in FRENKEL, J. A. e JOHNSON, F. G. The Monetary Approach to the Balance of Payments. Canada, University of Toronto Press, 1976.

BCME-BIBLIOTEC▲

ANEXOS



BASE MONETÁRIA, MULTIPLICADOR, MEIOS DE PAGAMENTOS e

ÍNDICE GERAL DE PREÇOS - Variação Percentual

PERÍODO	Base Monetária	Multiplicador	Meios de Pagamentos	Índice Geral de Preços
1968	37,5	-3,0	39,0	25,5
1969	36,4	-4,7	30,6	20,1
1970	13,3	15,4	27,7	19,3
1971	35,3	-2,2	32,3	19,5
1972	8,7	14,5	25,8	15,7
1973	52,0	-1,3	50,6	15,5
1974	31,6	1,3	32,3	34,5
1975	34,0	3,6	39,6	29,4
1976	49,3	-7,4	37,7	46,3
1977	52,0	-9,1	38,3	38,8
1978	44,7	-2,1	42,0	40,8
1979	73,6	-5,9	63,3	77,2
1980	60,5	8,6	74,2	110,2
1981	93,8	10,1	113,4	95,2
1982	86,8	-11,6	65,0	99,7
1983	89,1	3,1	95,0	211,0

FONTE: Dados elaborados a partir do quadro III.

TABELA II

EMPRÉSTIMOS DO SISTEMA MONETÁRIO AO SETOR PRIVADO, MEIOS DE PAGAMENTOS,  
e ÍNDICE GERAL DE PREÇOS - Variação Percentual

PERÍODO	Banco do Brasil	Bancos Comerciais	Sistema Monetário	Meios de Pagamentos	I.G.P.
1968	101,9	61,9	73,9	39,0	25,5
1969	55,5	39,0	44,7	30,6	20,1
1970	41,3	34,1	36,8	27,7	19,3
1971	47,1	45,6	45,6	32,3	19,5
1972	34,7	45,9	41,6	25,8	15,7
1973	50,0	44,1	46,3	50,6	15,5
1974	77,5	47,5	58,9	32,3	34,5
1975	64,6	50,9	56,7	39,6	29,4
1976	61,3	50,2	55,2	37,7	46,3
1977	48,7	52,3	50,7	38,3	38,3
1978	37,5	57,0	48,1	42,0	40,8
1979	64,6	70,7	68,1	63,3	77,2
1980	71,8	91,4	83,3	74,2	110,2
1981	63,5	84,9	76,5	113,4	95,2
1982	70,4	98,4	88,3	65,0	99,7
1983	94,9	156,2	136,2	95,0	211,0

FONTE: Banco Central do Brasil - Vários documentos.

TABELA III

## EMPRÉSTIMOS DO SISTEMA MONETÁRIO AO SETOR PRIVADO

- Participação percentual no total

PERÍODO	Banco do Brasil	Bancos Comerciais	Sistema Monetário
1967	30,0	70,0	100,0
1968	34,8	65,2	100,0
1969	37,4	62,6	100,0
1970	38,6	61,6	100,0
1971	39,0	61,0	100,0
1972	37,1	62,9	100,0
1973	38,1	61,0	100,0
1974	42,5	57,5	100,0
1975	44,6	55,4	100,0
1976	46,4	53,6	100,0
1977	45,8	54,2	100,0
1978	42,5	57,5	100,0
1979	41,7	58,3	100,0
1980	39,1	60,9	100,0
1981	36,2	63,8	100,0
1982	32,7	67,3	100,0
1983	27,0	73,0	100,0

FONTE: Banco Central do Brasil - Vários documentos.



TABELA IV

BCME - BIBLIOTEC

## ENCAIXE COMPULSÓRIO, VOLUNTÁRIO, DEPÓSITOS À VISTA e IGP

- Crescimento Percentual em relação ao ano anterior

PERÍODO	COMPULSÓRIO			VOLUNTÁRIO	DEPÓSITOS	
	Moeda	Títulos	Total		À VISTA	IGP
1968	31,1	144,5	54,6	44,4	37,7	25,5
1969	3,7	66,0	24,2	62,3	31,1	20,1
1970	-13,4	66,0	21,4	21,5	27,7	19,3
1971	31,9	32,9	32,5	36,4	31,5	19,5
1972	-0,6	28,8	34,1	-29,8	43,2	15,7
1973	64,7	59,0	58,8	-7,1	47,7	15,5
1974	-21,5	27,1	8,9	5,2	33,4	34,5
1975	-10,1	41,7	25,7	39,7	43,7	29,4
1976	330,9	53,4	114,3	-9,8	34,7	46,3
1977	143,0	38,7	84,9	64,7	40,1	38,8
1978	66,1	10,4	42,8	2,3	42,6	40,8
1979	65,8	17,7	50,2	216,6	70,4	77,2
1980	78,6	22,1	64,3	-57,5	73,6	110,2
1981	53,1	64,6	55,3	41,3	91,7	95,2
1982	113,0	86,1	106,9	-73,2	56,2	99,7
1983	115,0	21,9	98,9	100,6	93,2	211,0

FONTE: Dados elaborados a partir do quadro XII.

TABELA V

DADOS DE ENTRADA PARA AS ESTIMATIVAS

BCME-BIBLIOTECA

	MEIOS DE PAGAMENTO	RESERVAS INTERNA- CIONAIS	EMP.DO BCO. DO BRASIL	INDICE DE INFLAÇÃO	INDICE DE INFLAÇÃO MUNDIAL	TAXA DE CÂMBIO	INDICE DE PRODUTO REAL	DEMANDA REAL P/ MOEDA	TAXA DE INFLAÇÃO ESPERADA	RELAÇÃO SISTEMA MONET/NÃO MONETÁRIO
ANO	Saldo em 31.12	(Fluxo)	Saldo em 31.12	IGP-DI em 31.12	IPC-EUA	Média do Período	(Md.Móvel)	Saldo		
	Cr\$ milhões	Cr\$ milhões	Cr\$ milhões	Jul/76=100	1976=100	Cr\$/US\$	71/73=100	Cr\$ milhões		
	M	R	EBB	P	PW	RO	Y	L	PI	H
1966	10 290	340	2 480	8,950	58,6	2,222	68,2	9 797	0,528006	0,951722
1967	14 513	654	3 445	11,184	60,4	2,669	70,8	14 824	0,296060	0,929726
1968	20 174	108	6 954	14,032	62,0	3,383	74,9	21 043	0,290810	0,898494
1969	26 346	2 238	10 813	16,849	64,6	4,076	80,6	27 562	0,232162	0,888813
1970	33 678	2 503	15 279	20,094	68,1	4,593	87,7	36 101	0,213319	0,828580
1971	44 514	2 935	22 469	24,006	72,1	5,288	96,9	46 344	0,193867	0,748443
1972	56 003	14 473	30 277	27,780	75,2	5,934	107,1	57 374	0,179403	0,703774
1973	84 332	13 342	45 422	32,098	77,7	6,126	119,6	73 436	0,167148	0,697207
1974	111 563	-6 355	80 643	43,187	82,6	6,790	133,5	108 916	0,213839	0,703195
1975	155 784	-7 723	132 728	55,863	91,6	8,129	146,5	133 114	0,259271	0,676145
1976	214 527	12 725	214 115	81,703	100,0	10,675	160,3	208 703	0,361134	0,677215
1977	296 726	8 911	318 446	113,400	105,8	14,144	172,3	270 969	0,375168	0,616560
1978	421 485	77 014	437 896	159,700	112,7	18,070	183,2	392 990	0,414294	0,575165
1979	688 176	-86 660	720 726	283,000	121,2	26,955	195,2	753 797	0,506784	0,560525
1980	1 198 680	-182 956	1 238 430	595,000	134,9	52,710	207,4	1 446 320	0,728098	0,586656
1981	2 558 480	58 200	2 025 290	1 161,300	153,1	93,120	216,2	1 934 420	0,924602	0,527012
1982	4 222 000	-1 584 710	3 452 110	2 219,400	169,0	179,510	223,6	3 631 760	1,002090	0,443854

Fonte: Banco Central do Brasil - Conjuntura Econômica - IFS