

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

**POLÍTICA MONETÁRIA BRASILEIRA E O
ENDIVIDAMENTO INTERNO PÚBLICO NO PLANO REAL**

Monografia submetida ao Departamento de Ciências Econômicas para obtenção de carga horária na disciplina CNM 5420 - Monografia.

Por: Israel Samar de Sousa

Orientador: Prof. Roberto Meurer

Área de Pesquisa: Macroeconomia


Palavras - Chaves: 1. Plano Real
 2. Política Monetária
 3. Dívida Interna

Florianópolis, dezembro de 2000.

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

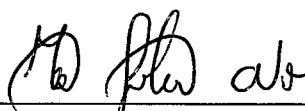
A Banca Examinadora resolveu atribuir a nota **8,5** ao aluno Israel Samar de Sousa na disciplina CNM 5420 - Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora:



Prof. Roberto Meurer

Presidente



Prof. Francisco Gelinski Neto

Membro



Prof. João Rogério Sanson

Membro

Agradecimentos

Primeiramente agradeço a Deus pela vida e pelo amparo nos momentos de dificuldades. Aos meus pais pelo incentivo e apoio que sempre me deram durante a minha vida acadêmica. Ao Prof. Roberto Meurer pelo conhecimento e orientação dada a este trabalho. Ao Departamento de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina pela qualidade de ensino oferecido e a todos aqueles que, de alguma forma, contribuíram para a realização deste trabalho.

“A verdadeira riqueza de uma nação é o seu povo. E o objetivo do desenvolvimento é criar um ambiente que permita às pessoas desfrutar de uma vida longa, saudável e digna.. Esta simples mas poderosa verdade é, muitas vezes, esquecida quando se persegue a riqueza material e financeira.”

(Autor desconhecido)

SUMÁRIO

LISTA DE ANEXOS	VIII
LISTA DE GRÁFICOS	IX
LISTA DE QUADROS	X
LISTA DE TABELAS	XI
RESUMO	XII

CAPÍTULO I

1. O PROBLEMA	1
1.1. Introdução	1
1.2. Formulação da Situação-Problema	3
1.3. Objetivos	4
1.3.1. Geral	4
1.3.2. Específicos	4
1.4. Metodologia	5

CAPÍTULO II

2. FUNDAMENTOS TEÓRICOS	7
2.1. A Política Monetária	7
2.2. Instrumentos Determinantes da Política Monetária	8
2.2.1. Mercado Aberto	8
2.2.2. Recolhimento Compulsório	9
2.2.3. Redesconto	10
2.2.4. Medidas Qualitativas	11
2.3. Base Monetária	12
2.3.1. Condicionantes da Base Monetária	15
2.3.2. Os Meios de Pagamento	15
2.3.3. O Multiplicador Monetário	16
2.4. A Demanda por Moeda	17
2.5. Inflação	18

2.5.1. A Moeda e a Inflação	19
2.5.2. A Inflação e a Dívida Pública	19
2.5.3. O Imposto Inflacionário	20
2.5.4. A Inflação e o Crescimento Econômico	20
2.6. O Câmbio e o Balanço de Pagamentos	21
2.7. Financiamento dos Déficits e a Dívida Pública	22
2.8. O Crescimento da Dívida	23
2.9. Os Juros e a Dívida Pública	23

CAPÍTULO III

3. INFLAÇÃO: UM PROBLEMA CRÔNICO E HISTÓRICO	25
3.1. A Inflação no Brasil	25
3.2. As Tentativas Anteriores de Combate à Inflação	26
3.1.1. O Plano Cruzado	26
3.1.2. O Plano Bresser	26
3.1.3. O Plano Verão	27
3.1.4. O Plano Collor	27
3.1.5. O Plano Real	28
3.3. A Importância das Reformas Estruturais	30
3.4. O Processo de Abertura Econômica	31
3.5. Diagnóstico Situacional do País	31

CAPÍTULO IV

4. O PROCESSO DE ENDIVIDAMENTO PÚBLICO	33
4.1. O Crescimento da Dívida Mobiliária Interna	33
4.2. Cenário	35
4.3. O Comportamento da Base Monetária e dos Meios de Pagamento	36
4.4. O Comportamento da Taxa de Juros	39
4.5. O Déficit Público e a Emissão de Títulos Públicos Federais	41
4.6. O Comportamento das Reservas Internacionais	43
4.7. O Endividamento Público e o Crescimento Econômico	45

CAPÍTULO V

5. CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES	47
5.1. Conclusão	47
5.2. Recomendações	48
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	49
ANEXOS	51

LISTA DE ANEXOS

Anexo 1 - Brasil: Inflação e Juros (1994/2000)	51
Anexo 2 - Brasil: Déficit Público e Dívida Mobiliária Interna (1994/2000)	53
Anexo 3 - Brasil: Base Monetária, M1, Multiplicador Monetário e M2 (1994/2000)	55
Anexo 4 - Brasil: M3, M4 e Recolhimento Compulsório (1994/2000)	57
Anexo 5 - Brasil: Títulos Públicos Federais (1994/2000)	59
Anexo 6 - Brasil: Balança Comercial, Reservas Internacionais e Câmbio (1994/2000) ...	61

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Brasil: Taxa de Inflação (1994/2000)	28
Gráfico 2 - Brasil: Inflação e Dívida Mobiliária Interna (1994/2000)	33
Gráfico 3 - Brasil: Base Monetária, M1 e Recolhimento Compulsório (1994/2000.)	37
Gráfico 4 - Brasil: M2, M3 e M4 (1994/2000)	38
Gráfico 5 - Brasil: Recolhimento Compulsório e Multiplicador Monetário (1994/2000)	39
Gráfico 6 - Brasil: Taxa de Juros (1994/2000)	40
Gráfico 7 - Brasil: Déficit Público (1995/2000)	42
Gráfico 8 - Brasil: Títulos Públicos Federais (1994/2000)	43
Gráfico 9 - Brasil: Câmbio e Balança Comercial (1994/2000)	44
Gráfico 10 - Brasil: Reservas Internacionais (1994/2000)	45

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Utilização dos Instrumentos da Política Monetária	11
Quadro 2 - Fatores Determinantes da Variação da Base Monetária	14
Quadro 3 - Fatores Determinantes da Variação da Base Monetária	14
Quadro 4 - Os Déficits Orçamentários e seus Financiamentos	22

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Brasil: Dívida Mobiliária Interna em Relação ao PIB (1994/1999)	34
Tabela 2 - Brasil: Estimativa da Dívida Mobiliária Interna (2000/2002)	36
Tabela 3 - Brasil: Produto Interno Bruto e Dívida Mobiliária Interna (1994/1999)	46

RESUMO

O Plano Real em seus primeiros meses de implementação conseguiu alcançar seu principal objetivo, ou seja, a estabilização da moeda. A inflação que antes situava-se a taxas entre 40% a 50% ao mês no primeiro semestre de 1994 caíra para taxas entre 1% a 2% ao mês no final do ano. Contudo, eram visíveis os problemas relacionados ao orçamento do governo, em especial o crescimento da dívida mobiliária interna. Estes desequilíbrios poderiam, sem as devidas medidas por parte do governo, resultar em problemas semelhantes aos que haviam levado ao fracasso os planos anteriores de estabilização da moeda como o Plano Cruzado, Bresser, Verão e Collor. Foi neste cenário econômico, que a política monetária constituiu-se como um forte instrumento de combate à inflação. Com isso, a rigidez no controle e emissão de moeda com o objetivo de enxugar o excesso de liquidez no mercado e o aumento das taxas de juros e das reservas internacionais, bem como o financiamento do déficit público através do endividamento e não mais pela emissão de moeda tornaram-se medidas fundamentais para a continuidade do controle inflacionário. Contudo, o processo de estabilização da moeda, conduzido por medidas como o financiamento do déficit público via endividamento, taxas de juros elevadas e um câmbio apreciado, caminhou lado a lado com o crescimento ascendente da dívida mobiliária interna.

CAPÍTULO I

1. O PROBLEMA

1.1. Introdução

Neste trabalho será apresentado um estudo abrangendo os conceitos da política monetária brasileira e seus instrumentos de controle, através das autoridades monetárias competentes além da aplicação e análise dos dados após a implementação do Plano Real para que se possa identificar as possíveis causas e conseqüências do endividamento público, neste caso, a dívida mobiliária interna.

No primeiro semestre de 1994, a taxa de inflação mensal no Brasil, situava-se em torno de 40% ao mês. A taxa anual, medida pelo IGP-DI, alcançou 3.857,1% no primeiro trimestre e 5.153,3% no final do semestre. Foi neste cenário, de taxas de inflação crescente, que o Plano Real foi implementado no país. Este programa, diferenciou-se dos demais planos anteriores de combate à inflação, pois traduziu-se em um bem articulado conjunto de medidas e diretrizes. Não foram implantadas soluções rígidas como congelamento de preços ou confisco temporário de bens mas, em boa medida, o processo de estabilização representou para a sociedade brasileira uma mudança social e econômica. O longo período de convivência da sociedade brasileira com inflação elevada, levou a moeda ao seu enfraquecimento e uma falta de confiança no governo. Pois, primeiro enfraqueceu sua função de valor, em seguida sua importância como unidade de conta e, por fim, perdeu até a sua capacidade como meio de pagamento (Lopes e Rossetti, 1998, p. 380). †

Segundo Bacha (1997, p. 179-182), quando o senador Fernando Henrique Cardoso tomou posse como presidente da República em 1º de janeiro de 1995 era visível o sucesso inicial do Plano Real. No primeiro semestre de 1994, a inflação situava-se entre taxas de 40% a 50% ao mês caindo para taxas entre 1% a 2% ao mês no final do ano. O sucesso do Plano Real, com relação à estabilização da moeda, demonstrou na prática o acerto de suas medidas. No entanto, o governo não poderia mais utilizar-se da inflação como um instrumento capaz de reduzir o valor real de sua dívida pública. A conversão dos salários e outros contratos de cruzeiros reais para uma unidade de conta indexada

diariamente a Unidade Real de Valor - URV, não necessariamente levaria a um aumento da inflação em cruzeiros reais desde que as conversões fossem feitas pela média e que a inflação poderia, por meio de uma reforma monetária, ser controlada sem a necessidade de confiscos nem congelamentos de preços e salários.

Apesar do sucesso inicial do Plano Real, eram claros os desequilíbrios estruturais que poderiam, na falta de uma ação do governo, resultar em problemas similares aos que haviam condenado ao fracasso as tentativas anteriores de estabilização de preços. Um dos principais problemas deste plano era a divergência entre o aumento dos salários nominais, determinado pelas regras da política salarial, e a apreciação da moeda nacional, determinada pela política cambial e monetária. Os salários foram convertidos em URV em março de 1994 pelas médias reais dos quatro meses anteriores. Essas médias, foram calculadas nos dias de pagamentos e não na média do mês, implicando em um ganho do poder de compra dos salários equivalente ao imposto inflacionário que antes diminuía o poder de compra dos salários em cruzeiros reais entre o dia do recebimento e o dia médio do dispêndio.

Enquanto isso, a política monetária de juros elevados e a política cambial de bandas com a intervenção do Banco Central, haviam feito com que o real se apreciasse em relação ao dólar de uma paridade unitária no início do plano para R\$ 0,846 por US\$ 1,00 em 31 de dezembro de 1994, ou seja, uma apreciação de 15% refletindo em uma queda adicional na relação câmbio-salários. A apreciação do câmbio sobre as contas externas, via-se fortalecida diante do aumento das importações conforme a decisão adotada em setembro de 1994 como forma de evitar o repasse para os preços consequência de um aumento do poder de compra das classes média e principalmente baixa renda.

Sem dúvida, um dos fatores mais importantes na implementação e sustentação do Plano Real foi a política monetária que, segundo Dornbusch e Fischer (1991, p. 484), é um conjunto de medidas para adaptar os agregados monetários às necessidades da economia do país sendo que, para isso, possuem alvos principais e intermediários. Os alvos principais são variáveis como a taxa de inflação e o nível de produção. A taxa de juros, a moeda, a dívida pública e o crédito são alvos intermediários da política monetária, sendo que o Banco Central tem como principal objetivo alcançar seus alvos principais de modo mais preciso possível.

De acordo com Sachs e Larrain (1995, p. 314), a maioria dos países tem uma instituição oficial que detém o poder de imprimir e emitir moeda, e que geralmente, esta é representada pelo Banco Central. Esta instituição tem o poder de variar, conforme as

necessidades, a oferta de moeda e, para isso, utiliza-se de alguns importantes instrumentos da política monetária tais como mercado aberto, através de compra e venda de ativos financeiros; operações de redesconto, através da concessão de empréstimo ao setor privado; recolhimento compulsório, através dos bancos sobre os depósitos à vista que, sendo portanto, um instrumento bastante eficiente, já que sua taxa de recolhimento reflete diretamente no aumento ou redução dos meios de pagamento e a seleção e controle de crédito como forma de controlar o volume de crédito e direcionar os recursos captados pelos bancos comerciais.

Por sua vez, o déficit orçamentário pode ser financiado através da criação de dívida ou da emissão de moeda. O déficit financiado pela dívida ocorre quando o Tesouro financia seu déficit pelo empréstimo do público, ou seja, as pessoas, empresas, bancos comerciais e outras instituições financeiras pagam ao governo pelos títulos onde as quantias são depositadas tanto nas contas do Tesouro quanto no Banco Central. Estes recursos podem ser gastos pelo Tesouro da mesma forma que as receitas fiscais. O financiamento pela moeda ocorre quando o Tesouro opta por empréstimo do Banco Central para financiar seu déficit, neste caso o Banco Central compra parte da dívida do Tesouro (Dornbusch e Fischer, 1991, p. 688-689).

1.2. Formulação da Situação Problema

Com o Plano Real a política monetária tornou-se um forte instrumento de combate à inflação, pois esta possui uma maior eficácia com relação à outras políticas devido a sua flexibilidade de aplicação. Com isso, o Banco Central adotou uma política monetária mais rígida com um controle maior sobre a emissão de moeda, aumentou a taxa de juros passando a financiar seu déficit orçamentário através do endividamento¹. Essas medidas, foram fundamentais para a estabilização dos preços, mas por outro lado, fizeram com que a dívida pública crescesse de forma descontrolada passando de R\$ 59,523 bilhões em julho de 1994 para R\$ 506 bilhões em julho de 2000.

Conforme salientam Dornbusch e Fischer (1991, p. 691), o total de títulos emitidos pelo governo representa o estoque da dívida. Quando o país está com déficit no orçamento, a dívida interna aumenta, aumentando o estoque de direitos contra o tesouro.

¹ Quando o governo financia o seu déficit através da emissão de títulos públicos.

Quando há superávit, o governo pode usar esse excesso de arrecadação sobre os gastos para diminuir a sua dívida pública através da compra de títulos. Com isso, a dívida pública passa a ser o resultado de déficits de governos passados e atual, podendo tornar-se uma ameaça para a estabilidade da moeda.

Neste sentido, de que forma a política monetária no Plano Real tendo como principal objetivo controlar o processo inflacionário está relacionada com o aumento da dívida mobiliária interna? Diante deste cenário, torna-se fundamental uma análise sobre a política monetária e a utilização de seus instrumentos tradicionais de controle através das autoridades monetárias competentes em seu propósito de restringir o excesso de liquidez como forma de controlar a inflação. Desta forma, torna-se relevante identificar as possíveis causas e conseqüências do crescimento descontrolado da dívida pública durante o Plano Real.

1.3. Objetivos

1.3.1. Geral

- Analisar a política monetária adotada pelo governo brasileiro durante o Plano Real e sua relação com o aumento da dívida mobiliária interna.

1.3.2. Específicos

- ① ▪ Apresentar os fundamentos teóricos da política monetária e seus instrumentos com base na literatura existente para, posteriormente, analisar o comportamento das variáveis macroeconômicas tais como: juros, agregados monetários, recolhimento compulsório, inflação, reservas internacionais, câmbio, balança comercial e déficit público. e identificar as relações destas com a dívida mobiliária interna.

- Analisar individualmente as variáveis citadas no objetivo específico anterior identificando as possíveis causas e conseqüências para o endividamento público, bem como a sua projeção para o ano 2002.
- Analisar a utilização dos instrumentos tradicionais da política monetária (mercado aberto, recolhimento compulsório, taxa de redesconto e medidas qualitativas) por parte do Banco Central, com o propósito de alcançar as suas metas econômicas a serem seguidas.

1.4. Metodologia

Na primeira parte do trabalho será apresentado a fundamentação teórica com base na literatura existente onde serão definidos os conceitos de política monetária e seus instrumentos de controle. A inflação será tratada como um fenômeno monetário e também como conseqüência do desequilíbrio entre a oferta e demanda agregada.

Na segunda parte do trabalho, serão analisadas as variáveis relacionadas à política monetária. Para efeito de análise dos dados, utilizar-se-á o *método estatístico comparativo*, no período compreendido entre julho de 1994 a julho de 2000. As mesmas, serão coletadas em periódicos e revistas e serão apresentadas da seguinte forma:

- Inflação (IGP-DI: Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna);
- Taxa de Juros Nominal (Selic);
- Taxa de Juros Real, representada através da seguinte fórmula:

$$r = [(1 + i / 100) / (1 + \pi / 100) - 1] * 100$$

onde,

r = taxa de juros real (em porcentagem)

i = taxa de juros nominal (em porcentagem)

π = inflação (IGP-DI)

- Taxa de Câmbio;
- Taxa de Recolhimento Compulsório;
- Base Monetária (Papéis Moeda Emitido + Reservas Bancárias);
- M1 (Papéis Moeda em Poder do Público + Depósitos à Vista);

- M2 (M1 + Títulos Públicos Municipais, Estaduais e Federais e Fundos de Investimentos);
- M3 (M2 + Poupança);
- M4 (M3 + Títulos Privados);
- Variação do Produto Interno Bruto - PIB, representado através das seguintes fórmulas:

I. Variação Real do PIB = $[(\text{PIB}^* \text{ atual} / \text{PIB}_c \text{ anterior}) - 1] * 100$

II. $\text{PIB}^* = \text{PIB}_c / d$

onde,

$\text{PIB}^* = \text{PIB real}$

$\text{PIB}_c = \text{PIB à preços correntes}$

$d = \text{deflador implícito}$

- Reservas Internacionais;
- Dívida Mobiliária Interna Federal;
- Balança Comercial;
- Títulos Públicos Federais;
- Déficit Público / PIB.

Os dados apresentados em moeda nacional, serão deflacionados pelo Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna: IGP-DI (Base: ago.94).

Com o propósito de identificar as possíveis causas do crescimento da dívida mobiliária interna, algumas destas variáveis serão relacionadas com a dívida mobiliária interna federal e, para isso, serão apresentadas em forma de tabelas e gráficos. Também serão utilizados modelos econométricos tais como: a correlação, utilizada para medir a relação existente entre duas variáveis e a Regressão, utilizada com o propósito de se obter uma projeção, tendência ou padrão de comportamento, a partir de dados passados.

Por fim, será apresentado a conclusão do presente estudo com base nos fundamentos teóricos e na aplicação e análise dos dados.

CAPÍTULO II

2. FUNDAMENTOS TEÓRICOS

Neste capítulo, serão apresentados os fundamentos teóricos da política monetária e seus instrumentos de atuação, bem como os conceitos dos principais fatores envolvidos direta ou indiretamente com a política monetária para se obter juntamente com a análise dos dados os possíveis fatores determinantes do aumento da dívida mobiliária interna e suas conseqüências para a economia.

2.1. A Política Monetária

A política monetária pode ser definida segundo Dornbusch e Fischer (1991, p. 484), como um conjunto de medidas que permitem controlar os meios de pagamento de acordo com as necessidades da economia de um país sendo que, para isso, possui seus alvos principais e intermediários. Os alvos principais são variáveis como a inflação e o nível de produção. A taxa de juros, a moeda, a dívida e o crédito são alvos intermediários sendo que o principal objetivo do Banco Central é alcançar os alvos principais de forma mais precisa possível.

No entanto, para Lopes e Rossetti (1998, p. 253), a política monetária refere-se ao controle da oferta de moeda em circulação e das taxas de juros como forma do governo alcançar os seus objetivos de acordo com a política econômica.

De acordo com os conceitos citados acima, as autoridades monetárias exercem o controle da oferta de moeda no país, utilizando-se de instrumentos tradicionais que estão diretamente relacionados com o sistema financeiro permitindo ao governo a utilização desses mesmos tendo como propósito alcançar os objetivos da política monetária.

A seguir, serão conceituados os instrumentos tradicionais da política monetária, ou seja, mercado aberto, recolhimento compulsório, redesconto e medidas qualitativas.

2.2. Instrumentos da Política Monetária

2.2.1. Mercado Aberto

A compra e venda de títulos por parte do Banco Central e Tesouro Nacional, constitui como instrumento mercado aberto tendo como objetivo controlar, de acordo com as necessidades, a liquidez do sistema econômico através de uma programação monetária. (Marinho, 1996, p. 51).

Atualmente, o instrumento de mercado aberto é o mais utilizado pela política monetária. Primeiro, porque o Banco Central pode prever qual será a redução ou aumento da base monetária em que está se propondo. Segundo, pela rapidez e flexibilidade com que as operações de mercado aberto são negociadas, permitindo alterar os meios de pagamento e controlar de forma eficaz a oferta de moeda e conseqüentemente a taxa de juros (Silva, 1998, p. 47).

Através da programação monetária brasileira, as operações de mercado aberto determinam o aumento ou redução da base monetária, podendo-se alterar diariamente o nível das reservas bancárias no Banco Central além de influenciar as condições de liquidez do sistema econômico como um todo uma vez que suas operações não se limitam apenas ao sistema bancário permitindo assim, às demais instituições financeiras negociarem no mercado.

As operações de mercado aberto, representam para o governo um forte instrumento de controle da oferta de moeda. Com isso, o governo detém forças capazes de influenciar o aumento ou redução dos juros, de acordo com os seus objetivos de tal forma que, quando ele desejar reduzir os juros, haverá uma necessidade de expansão da oferta de moeda e, para isso, terá que realizar o resgate de títulos públicos em circulação. Caso o governo deseje reduzir os juros, terá que diminuir a oferta de moeda e, com isso, terá que vender títulos públicos no mercado. Quando as autoridades monetárias tem como objetivo o efeito contrário, emitem e colocam em circulação grandes quantidades de títulos da dívida pública retomando uma grande quantidade de moeda em circulação no mercado tornando a oferta monetária menor e forçando uma expansão das taxas de juros (Lopes e Rossetti, 1998, p. 264).

O mercado aberto, encontra-se em qualquer centro financeiro onde acontece a oferta e demanda de recursos especialmente de curto prazo a determinadas taxas de rentabilidades. Estas, por sua vez, influenciarão a taxa de juros Selic (Sistema Especial de

Liquidação e Custódia) que determinará a rentabilidade dos títulos públicos atuando como principal indicador do mercado financeiro e influenciando as demais taxas vigentes no mercado. Porém, a eficiência das operações de mercado aberto, está diretamente relacionada com as condições do Banco Central de efetuar compras e vendas em volume necessário para manter as reservas bancárias e as taxas de juros em nível desejado pelas autoridades monetárias (Marinho, 1996, p. 61).

2.2.2. Recolhimento Compulsório

Na visão de Silva (1998, p. 45),

“o primeiro dos instrumentos de política monetária refere-se à alíquota do depósito compulsório, aquela parcela dos depósitos à vista dos bancos comerciais que, por exigência legal fica retida no Banco Central. Alterando a alíquota do depósito compulsório, para mais ou para menos, o Banco Central reduz ou aumenta a disponibilidade dos bancos para emprestar às empresas e famílias. Como essa parcela dos depósitos à vista emprestada pelos bancos a terceiros é exatamente a que dá origem ao processo de multiplicação monetária, aumentando ou diminuindo a alíquota do depósito compulsório o Banco Central consegue reduzir ou aumentar a multiplicação monetária promovida pelos bancos comerciais”.

O recolhimento compulsório também é determinante sobre a oferta monetária, pois quando o Banco Central aumenta a taxa do recolhimento compulsório, diminui a proporção dos depósitos que pode ser transformado em empréstimos ao público. Ao contrário, se o Banco Central diminuir a taxa do recolhimento compulsório, irá aumentar a oferta de empréstimos expandindo a oferta de moeda.

De acordo com Marinho (1996, p. 43-45), o mecanismo de recolhimento compulsório no curto prazo não permite uma alteração nas taxas de juros estipuladas, devido à expectativa no comportamento dos bancos. Esse instrumento é utilizado não só sobre os depósitos à vista, mas também sobre os depósitos a prazo, bancos múltiplos, bancos de desenvolvimento, bancos de investimento, caixas econômicas e sociedades de crédito, financiamento e investimento. O recolhimento, torna-se portanto, capaz de alterar os lucros dos bancos na medida em que se reduzem ou aumentam os recursos disponíveis destinados à empréstimos ao público.

O recolhimento compulsório no Brasil, teve seu início em 1932, com a criação da Caixa de Mobilização Bancária do Banco do Brasil sendo que os bancos comerciais deveriam depositar no Banco do Brasil todo encaixe em moeda corrente que excedesse 20% do volume global dos depósitos, e que fossem obrigados a manter um encaixe equivalente a 15% dos seus depósitos à vista e 10% sobre os demais depósitos.

O recolhimento compulsório, foi implementado sempre com o objetivo de distribuição e seletividade de crédito, pois até 1993 os bancos eram classificados em três tamanhos dependendo do volume dos empréstimos e de acordo com a sua localização. A partir de 1994, o recolhimento compulsório deixa de ser diferenciado de acordo com a região e tamanho do banco. Com o Plano Real, os depósitos compulsórios passaram a ser amplamente utilizados, uma vez que os depósitos à vista voltaram a ser representativos no mercado financeiro.

2.2.3. Redesconto

Conforme Silva (1998, p.45), o redesconto é uma forma tradicional do Banco Central conceder empréstimos aos demais bancos, estabelecendo uma função de banco dos bancos. Desta forma, o redesconto é uma maneira do Banco Central emprestar recursos aos bancos comerciais para resolver seus problemas de liquidez, devido à grande demanda de empréstimos por parte do público. Sua utilização como instrumento da política monetária encontra-se como uma taxa cobrada pelo Banco Central aos demais bancos e na sua disponibilidade de recursos.

Lopes e Rossetti (1998, p. 260) enfatizam que,

“o recurso ao redesconto oficial é tido como último e extremado expediente, notadamente quando as taxas cobradas pelo Banco Central têm nítido caráter punitivo, sendo as taxas cobradas pelos bancos comerciais de seus clientes”.

O redesconto além de determinar a capacidade de aumentar os empréstimos dos bancos comerciais, também age sobre a taxa de juros do mercado e nas taxas cobradas pelos bancos comerciais. A utilização do redesconto, determina juntamente com os demais instrumentos, a quantidade de recursos, fixação dos prazos, operações, controle do volume de empréstimos e principalmente, as taxas de juros vigentes no mercado (Marinho, 1996,

p. 46). Com relação à taxa de juros, quando o Banco Central tem como objetivo diminuir a procura por empréstimos, o mesmo aumenta a taxa de juros, mas quando o seu objetivo é aumentar a demanda por empréstimos, então diminui-se a taxa de juros.

A variação da taxa de redesconto, pode estimular ou desestimular os empréstimos dos bancos comerciais ao Banco Central sendo uma forma de controlar a variação da base monetária.

2.2.4. Medidas Qualitativas

Este instrumento, como salientam Lopes e Rossetti (1998, p. 268-269), é algumas vezes rejeitado por correntes monetaristas mais conservadoras pelo fato de que a mesma impõe restrições ao livre funcionamento das forças de mercado pelo fato de que o governo intervém no controle do volume, preço e direcionamento do crédito ao público.

No Brasil, os controles diretos sobre o volume, o preço e as demais condições de crédito são usados de forma generalizada como forma de destinar e direcionar o crédito e as taxas de juros através da determinação dos prazos, limites e condições de pagamento dos empréstimos. Com isso, as medidas qualitativas com relação ao crédito, atuam como forma de direcionar e restringir a liberação de recursos ao público.

Portanto, após a definição dos conceitos relacionados à política monetária, o quadro 1 possibilitará uma melhor visualização da utilização de seus instrumentos de acordo com suas ações e conseqüências:

Quadro 1 - Utilização dos Instrumentos da Política Monetária

Compulsório		Meios de Pagamento	
I.	se o compulsório aumenta	I.	diminuem os meios de pagamento
II.	se o compulsório diminui	II.	aumentam os meios de pagamento

Redesconto		Meios de pagamento	
III.	se a taxa de redesconto aumenta	III.	diminuem os meios de pagamento
IV.	se a taxa de redesconto diminui	IV.	aumentam os meios de pagamento

Mercado Aberto		Meios de pagamento	
V.	se o Banco Central vende títulos	V.	diminuem os meios de pagamento
VI.	se o Banco Central compra títulos	VI.	aumentam meios de pagamento

Fonte: Marinho (1996, p. 54).

É através dos instrumentos redesconto, compulsório, medidas qualitativas e mercado aberto, que o governo busca alcançar as metas da política monetária. Estas, por sua vez, classificam-se como principais e intermediárias. A determinação da quantidade de moeda, das taxas de juros vigentes no mercado e da renda, são metas intermediárias. O instrumento mais eficaz, nesse caso, é o mercado aberto capaz de aumentar ou reduzir o estoque monetário.

A inflação e o nível de produção, por sua vez, enquadram-se como metas principais. Portanto, o desempenho do governo no alcance de suas metas intermediárias, será fundamental para o processo de estabilização da moeda. A base monetária, que é classificada como um alvo intermediário, será tratada a seguir.

2.3. Base Monetária

A base monetária é composta pela quantidade de dinheiro em poder do público acrescido das reservas bancárias, ou seja, a base é o estoque de dinheiro que existe em um determinado momento. Os meios de pagamento M1, M2, M3 e M4 são maiores do que a base monetária, pois quanto menor for o M maior é sua liquidez.

Por isso, quando há um aumento de depósitos nos bancos a base monetária se expande fazendo com que ela se varie de acordo com as seguintes situações:

- Quando há um aumento de depósitos em bancos (como parte dos depósitos em bancos ficam retidos no Banco Central de acordo com a taxa de recolhimento compulsório, com um aumento dos depósitos haverá uma expansão da base monetária);
- Quando o governo financia o déficit orçamentário tomando emprestado do Banco Central o mesmo emite moeda, aumentando a base monetária;

- Quando o balanço de pagamentos é superavitário (o superávit no balanço de pagamentos corresponde a um aumento nas reservas internacionais que são depositadas no Banco Central), e os dólares são convertidos em reais;
- Quando o Banco Central, através de uma operação de mercado aberto (*open market*), compra e vende ativos financeiros.

Os principais papéis negociados no mercado aberto, são os seguintes:

- BTN - Bônus do Tesouro Nacional;
- LFT - Letras Financeiras do Tesouro;
- LTN - Letras do Tesouro Nacional;
- NTN - Notas do Tesouro Nacional;
- LBC - Letras do Banco Central do Brasil;
- BBC - Bônus do Banco Central do Brasil;
- NBCE - Notas do Banco Central do Brasil Série Especial.

Com isso, quando o Banco Central vende títulos do governo como a LBC no mercado aberto, ele está diminuindo a quantidade de moeda em circulação e deixando os bancos com uma quantidade menor de recursos destinados a empréstimos. Com uma liquidez menor no mercado e conseqüentemente uma redução da oferta de empréstimos, as taxas de juros tenderão a aumentar. Por outro lado, quando o Banco Central resgata os títulos através da sua compra, a quantidade de moeda em circulação aumenta resultando numa maior liquidez do sistema econômico dando aos bancos mais recursos para empréstimos, reduzindo assim, as taxas de juros.

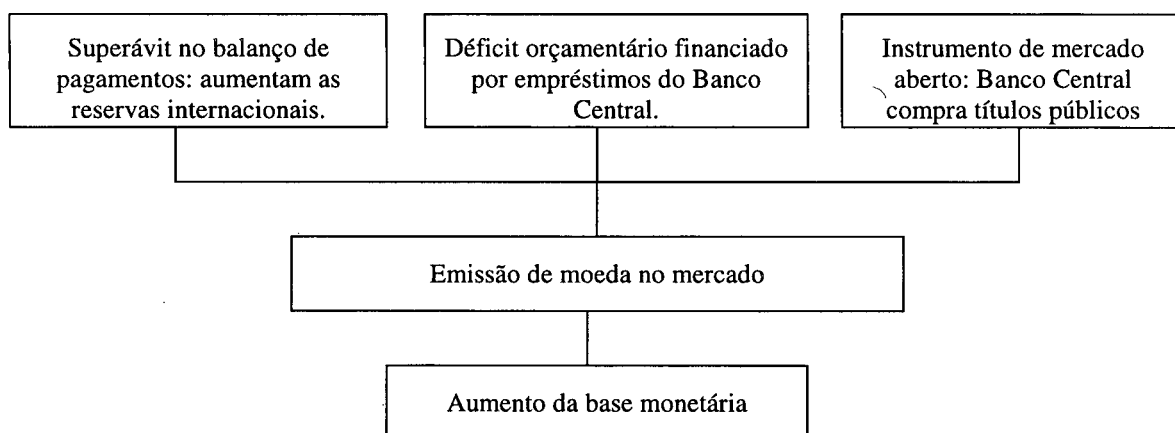
Um superávit na conta corrente² e na conta capital, reflete em um aumento das reservas internacionais do Banco Central. Se o mesmo converter os dólares provindos deste superávit e trocar por reais, haverá um aumento da quantidade de moeda em circulação, ou seja, o superávit na conta corrente e capital pode resultar em um aumento da base monetária. No entanto, se isso acontecer, as autoridades monetárias poderão compensar este aumento das reservas com a venda de títulos públicos federais na mesma proporção do aumento da quantidade de moeda, retirando assim, o excesso de reais em circulação.

² Balança comercial + balança de serviços + transferências.

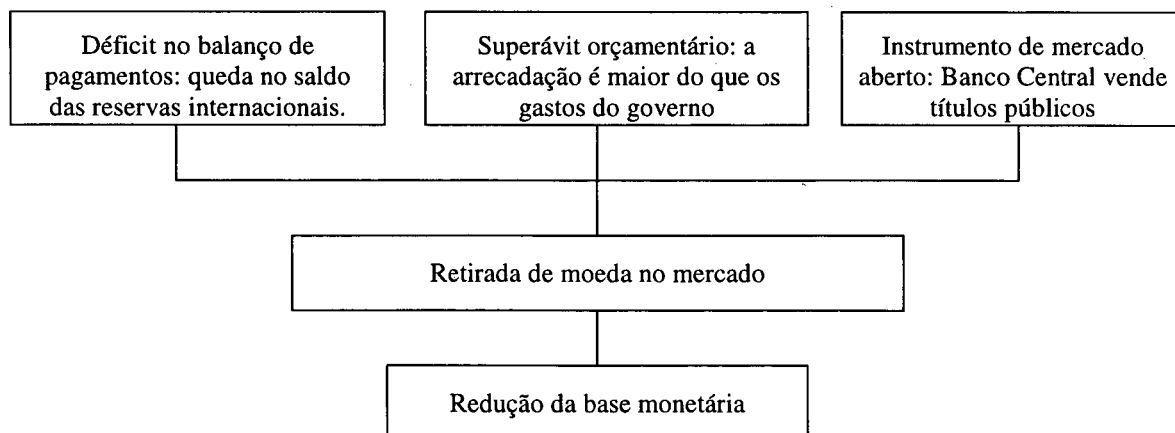
Da mesma forma, o Banco Central também pode compensar os saldos orçamentários do governo. Quando o governo se depara com um superávit, a quantidade de moeda em circulação diminui. Com isso, o Banco Central pode resgatar alguns títulos públicos no mercado aberto, injetando a mesma quantidade de moeda que foi retirada pelo excesso de impostos sobre os gastos. Mas se o governo apresentar um déficit, a quantidade de moeda em circulação aumenta. Quando isto acontece, o Banco Central vende títulos para diminuir o excesso de liquidez no mercado.

Portanto, o governo pode compensar os déficits ou superávits orçamentários e no balanço de pagamentos através da compra e venda de títulos no mercado, permitindo um determinado controle sobre a variação da base monetária conforme as Figuras 1 e 2.

Quadro 2 - Fatores determinantes da variação da base monetária



Quadro 3 - Fatores determinantes da variação da base monetária



Portanto, os instrumentos de política monetária afetam diretamente o aumento ou redução da base monetária e dos meios de pagamento através da oferta de moeda de acordo com os objetivos das autoridades monetárias.

2.3.1. Condicionantes da Base Monetária

São conceituados como condicionantes da base monetária, todos os fatores que afetam diretamente o nível de liquidez no mercado. Esses fatores, podem ocasionar um aumento ou redução da quantidade de moeda em circulação no país. No caso da economia brasileira, os principais fatores condicionantes são as operações do tesouro nacional, operações de mercado aberto (compra e venda de títulos públicos), setor externo, depósitos de instituições financeiras, depósitos dos Fundos de Aplicações Financeiras (FAF/FRF-CP/FIF-CP) e assistência financeira de liquidez (Meurer e Samohyl, 1997, p. 13-14).

Quando o governo diminui o recolhimento compulsório sobre os depósitos à vista, os bancos passam a dispor de mais recursos em caixa. Estes mesmos, poderão ser destinados para empréstimos ao público ou para compra de títulos públicos. Por sua vez, o comportamento da base monetária estará relacionado com o destino destes recursos. Se os bancos optarem pela compra de títulos, haverá uma redução da base monetária e, se por outro lado, os bancos resolverem pelo empréstimo ao público acontecerá um aumento da base monetária e dos meios de pagamento que serão tratados a seguir.

2.3.2. Os Meios de pagamento

Os meios de pagamento M1, são compostos por papel moeda em poder do público mais os depósitos à vista. O papel moeda em poder do público, consiste no total de moedas e notas em circulação em uma economia, já os depósitos à vista, são todos os depósitos em bancos comerciais que não rendem juros, excluindo depósitos de outros bancos, do governo federal estadual e municipal e de governos estrangeiros.

Os meios de pagamento M1, abrangem os ativos prontamente disponíveis e sem restrições para pagamentos a terceiros, ou seja, são ativos líquidos³ correspondendo à

³ Pode ser imediatamente usado para efetuar pagamento.

maneira tradicional da moeda como meio de pagamento onde seu conceito está diretamente relacionado com a oferta monetária.

Os meios de pagamento M2, agregam aos meios de pagamento M1 os títulos públicos federais, estaduais e municipais em poder do público e os fundos de investimentos, apresentando uma liquidez menor do que os meios de pagamento M1. Os meios de pagamento M3, somam os meios de pagamento M2 e os depósitos em poupança, tendo uma liquidez menor do que os meios de pagamento M2. Já os meios de pagamento M4, incluem os meios de pagamento M3 e os títulos privados, como Certificados de Depósitos Bancários - CDBs, Recibos de Depósitos Bancários - RDBs e Letras de Câmbio. Os meios de pagamento M4, possuem a menor liquidez dentre os demais meios de pagamento (Dornbusch e Fischer, 1991, p. 403-407).

A relação entre a base monetária e os meios de pagamento M1, representa o multiplicador monetário, exposto a seguir.

2.3.3. O Multiplicador Monetário

O multiplicador monetário, consiste na proporção dos meios de pagamento M1 em relação ao estoque da base monetária. Como os meios de pagamento M1 é maior do que a base monetária, o multiplicador monetário será sempre maior do que um. Como o M1 é composto por papel moeda em poder do público mais os depósitos à vista, quanto maior for o volume depósitos maior será o M1 e conseqüentemente, maior será o multiplicador monetário e a influencia da base monetária sobre os meios de pagamento M1.

Portanto, o recolhimento compulsório determinará a parcela de cada real do estoque monetário que constituirá as reservas bancárias e a base monetária. O multiplicador monetário será maior quando o recolhimento compulsório diminuir, e menor quando o mesmo aumentar (Dornbusch e Fischer, 1991, p. 452-453).

Para compreender um pouco mais, serão apresentados os três principais motivos que determinam o comportamento do outro lado do mercado, ou seja, a demanda por moeda.

2.4. A Demanda por Moeda

Até aqui, o presente estudo tratou dos aspectos teóricos com relação à oferta monetária, bem como seus instrumentos para controlá-la de acordo com os objetivos das autoridades monetárias. No entanto, viu-se até aqui somente um lado do mercado, o da oferta de moeda. Portanto, será tratado a seguir o comportamento do outro lado do mercado, ou seja, da demanda por moeda.

O tratamento dado à moeda como instrumento de troca, justifica como sendo dois os principais motivos da demanda por moeda, são eles o motivo transação e o motivo precaução. Ao introduzir a taxa de juros, Keynes acrescentou um terceiro motivo, o especulativo.

- I. **Motivo Transação:** refere-se à opção de manter uma certa quantidade de recursos para as transações futuras. A força deste motivo dependerá principalmente do montante da renda e seu fluxo de recebimento. Com isso, as pessoas necessitam de moeda para as transações como forma de garantir suas negociações no presente e no futuro;
- II. **Motivo Precaução:** este motivo designa-se tanto como forma de atender às necessidades em caso de acontecimentos inesperados como desemprego, acidentes, doenças entre outros, como às oportunidades imprevistas de realizar compras que possam trazer posteriormente um lucro ou conservar um ativo de valor fixo como forma de honrar uma obrigação em dinheiro.
- III. **Motivo Especulativo:** este motivo é caracteristicamente keynesiano. A expectativa sobre mudanças futuras na quantidade de moeda e, conseqüentemente na taxa de juros levam os indivíduos a especularem. Sob uma expectativa de aumento da taxa de juros ou de uma queda do preço dos títulos no futuro, a retenção de recursos monetários para fins especulativos tende a aumentar, caso contrário, tenderá a diminuir. O motivo especulativo, surge como conseqüência diante das incertezas quanto à quantidade de moeda em circulação e o rendimento de outros ativos financeiros que um indivíduo pode deter.

Com isso, serão apresentados a seguir os efeitos que uma variação na renda e na taxa de juros exercem sobre a demanda por moeda.

A demanda por moeda, é influenciada pela taxa de juros, pelo nível de renda da população e pela inflação. Com isso, a demanda por moeda será menor quanto maior for a taxa de juros sobre ativos financeiros, acontecendo o inverso. Por outro lado, um aumento do nível de renda da população aumenta a demanda por moeda, mesmo que o aumento da demanda seja proporcionalmente menor do que o próprio aumento da renda. No entanto, a demanda por moeda é uma demanda por encaixes reais, ou seja, ela é o poder de compra e não uma quantidade de moeda. Como a inflação implica em uma perda do poder de compra, esta passa a representar um custo de detenção da moeda, pois quanto maior for a inflação menor será o volume de encaixes reais e conseqüentemente a demanda por moeda.

Após a apresentação da oferta e demanda de moeda, será tratado no próximo tópico, a inflação.

2.5. Inflação

Para Sandroni (1996, p. 151), a inflação é o aumento persistente e generalizado dos preços, ocasionando uma perda do poder aquisitivo da moeda. Para os monetaristas, a inflação é um fenômeno monetário, ou seja, a quantidade de moeda em circulação determina a variação dos preços. Para os keynesianos, a inflação acontece quando a demanda agregada cresce mais rapidamente que a sua oferta e se o inverso acontecer a tendência é que a inflação caia (Cardoso, 1993, p. 87-91).

Existem outras teorias e fatores relacionados à inflação, como a intervenção do Estado na economia, grupos de monopólios e oligopólios dominando alguns setores no mercado, impostos, tarifas, guerras, catástrofes, secas etc.

No entanto, o presente estudo tratará da inflação tanto como conseqüência do excesso de liquidez no mercado como conseqüência de um desequilíbrio entre a demanda e a oferta agregada.

2.5.1. A Moeda e a Inflação

A inflação, quando tratada como um fenômeno monetário, significa que está diretamente relacionada às variações da quantidade de moeda em circulação. Os monetaristas atribuem que os déficits orçamentários financiados pela emissão de papel-moeda como a principal causa da inflação. Um aumento da quantidade de moeda poderá provocar um aumento da demanda por parte de consumidores e empresas. Se este aumento da demanda não for acompanhado por um aumento da oferta de bens e serviços a curto prazo, haverá uma pressão sobre o nível de preços, resultando em um aumento da inflação. No caso da economia brasileira, antes do Plano Real, além de problemas estruturais esta apresentava uma forte expansão dos seus meios de pagamento e desequilíbrios orçamentários constantes além da utilização de um importante instrumento do processo inflacionário, a indexação.

A seguir, o crescimento da dívida pública será relacionado com a inflação e sua utilização em alguns países como forma de diminuir o valor real de sua dívida pública.

2.5.2. A Inflação e a Dívida Pública

Muitos governos utilizaram a inflação como forma de diminuir o valor real de sua dívida pública, como no caso dos Estados Unidos no final da década de 40. Quando as taxas de juros estão muito baixas e a inflação muito alta, o valor nominal da dívida permanece o mesmo mas o seu valor real cai.

Contudo, esta ação torna-se limitada quando grande parte da dívida pública passa a ser de curto prazo. Neste caso, se a inflação diminui, haverá um aumento da taxa de juros real sobre a dívida pública. Sendo assim, a redução do valor real da dívida pública em um país onde a inflação encontra-se controlada torna-se um instrumento cada vez menos eficiente para o governo. (Dornbusch e Fischer, 1991, p. 670).

No entanto, a inflação não afeta somente as contas do governo. Afeta também, o poder de compra da população, sendo denominado como um imposto, ou seja, o imposto inflacionário, que será tratado a seguir.

2.5.3. O Imposto Inflacionário

Quando o governo se utiliza da emissão de moeda para obter grandes volumes de recursos, ele está aumentando a base monetária. A *senhoriagem*, que significa uma taxa ou renda paga ao rei pelo nobre feudal para receber a concessão de cunhar moedas em seus domínios, representa nos dias de hoje, o poder que o governo tem de aumentar suas receitas através do direito de criar moeda. Este recurso, tem como principal consequência a sustentação do processo inflacionário.

A inflação por sua vez, reduz o poder de compra da população, ou seja, com a inflação em um determinado período a população precisará no período seguinte aumentar sua renda nominal para manter o mesmo poder de compra do período anterior.

Como frisam Dornbusch e Fischer (1991, p. 764),

“a inflação age como um imposto porque as pessoas são forçadas a gastar menos do que sua renda e a pagarem a diferença ao governo em troca de moeda extra. Quando o governo financia seu déficit pela emissão de moeda, que a população adiciona à sua detenção de encaixes nominais para manter o valor real dos ativos monetários constante, dizemos que o governo está se financiando através do imposto inflacionário”.

Portanto, quando o governo emite moeda, e esta é absorvida por parte da população à sua renda nominal para manter o seu poder aquisitivo, o governo está se utilizando do imposto inflacionário para o valor real de parte de seus gastos (Dornbusch e Fischer, 1991, p. 763-764).

Após ser tratado a maneira com que a inflação torna-se um imposto para a população, pelo fato que ela diminuir o seu poder de compra, será relacionado a seguir a inflação e o crescimento econômico.

2.5.4. A Inflação e o Crescimento Econômico

Para Lopes e Rossetti (1998, p. 343), a perda do poder aquisitivo da população e o desinteresse por aplicações produtivas são algumas das consequências da inflação. Mesmo assim, considera-se aceitável que em economias não desenvolvidas, as taxas de inflação não muito altas convivam com taxas consideráveis de crescimento da economia.

Quando há um aumento da oferta monetária, esta reflete em um crescimento da demanda agregada. Mas para que este crescimento não resulte em um aumento da inflação, é preciso que a oferta agregada acompanhe o crescimento da demanda agregada numa proporção semelhante. Porém, essa situação poderá tornar-se insustentável se o país não dispuser de uma capacidade ociosa que permita um crescimento da oferta agregada capaz de acompanhar o crescimento da demanda agregada.

Até aqui, a inflação foi tratada individualmente de acordo com os seus conceitos e relacionada com a moeda, a dívida pública e o crescimento econômico. Em seguida, será apresentada a relação entre o câmbio e o balanço de pagamentos.

2.6. O Câmbio e o Balanço de Pagamentos

O balanço de pagamentos, consiste no registro de todas as transações da população de um determinado país com o resto do mundo. Nestas transações existem duas importantes contas, a conta corrente e a conta capital. A balança comercial, representa o comércio de todos os bens comprados e vendidos num determinado período. Já a conta corrente, inclui a comercialização de bens e serviços e as transferências. Os serviços, por sua vez, incluem os juros, os lucros dos ativos brasileiros no exterior menos a renda estrangeira dos ativos estrangeiros no Brasil. As transferências, representam as remessas, doações e concessões enviadas ou recebidas do exterior. Agregando os serviços e as transferências líquidas a balança comercial, tem-se as transações em conta corrente. A conta capital, por sua vez, consiste no registro de entradas e saídas de dólares referentes a investimentos produtivo direto e especulativo. Estes, podem ser denominados como investimento produtivo direto como o estoque e a terra ou especulativos como títulos. Um dos fatores mais determinantes no desempenho da balança comercial, é o câmbio, pois está relacionado com a competitividade dos produtos nacionais no exterior. Por isso, uma apreciação do câmbio poderá representar uma redução das exportações e aumento das importações enquanto que uma depreciação poderá aumentar as exportações e reduzir as importações.

Portanto, o superávit ou déficit completo do balanço de pagamentos, representa o resultado final da conta corrente e conta capital. As duas contas, podem apresentar um superávit ou déficit, ou uma apresentar um déficit e outra um superávit. A diferença entre

ambas, representará o resultado final do balanço de pagamentos do país (Dornbusch e Fischer, 1991, p. 204).

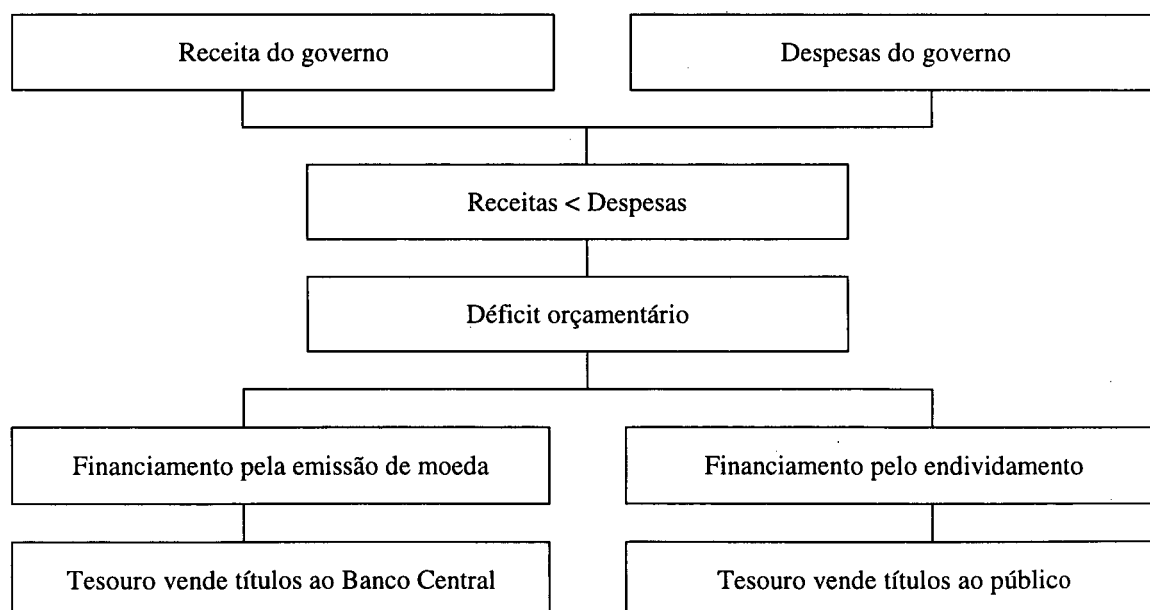
O processo de financiamento dos déficits orçamentários e as conseqüências para a dívida mobiliária interna, serão discutidos no próximo tópico.

2.7. Financiamento dos Déficits e a Dívida Pública

Assim como uma pessoa, o governo tem seus gastos e receitas. Por isso, deve possuir recursos necessários para cobrir os seus gastos. Mas quando as suas receitas são inferiores aos seus gastos, o Tesouro tem de pedir emprestado. Quando isto acontece, significa que o governo está criando uma dívida pública, que pode ser vendida tanto ao Banco Central como ao público, ou seja, a dívida pública consiste na soma dos déficits anteriores e atuais acrescido do pagamento de juros.

Portanto, quando o Tesouro financia seu déficit (Quadro 4) através de empréstimos por parte do público, o mesmo opta pelo financiamento do déficit através do endividamento. Por outro lado, quando o Tesouro financia tomando emprestado recursos do Banco Central, ele está financiando através da emissão de moeda e neste caso o Banco Central está comprando parte da dívida do Tesouro. (Dornbusch e Fischer, 1991, p. 688-689).

Quadro 4 - Os déficits orçamentários e seus financiamentos



A seguir, será apresentado como a dívida resulta na criação de mais dívida resultando em seu crescimento acelerado.

2.8. O Crescimento da Dívida

Dornbusch e Fischer (1991, p. 712) afirmam que, o que importa para uma economia não é valor absoluto de sua dívida pública, mas sim o seu tamanho em relação ao PIB. Pois quando uma economia apresenta taxas consideráveis de crescimento o problema do endividamento público torna-se menos preocupante pelo fato de que suas receitas são crescentes e permite que sua dívida não cresça tão rapidamente. Contudo, quando isto não acontece, ou seja, a economia não está crescendo e o governo financia seu déficit através do endividamento no período seguinte ele terá que pagar juros sobre a dívida do passado e também sobre a dívida atual. Com isso, o governo terá que pegar mais dinheiro emprestado. Logo, no período seguinte, o pagamento dos juros será ainda maior resultando num aumento ainda maior e assim por diante gerando um crescimento descontrolado da dívida. A emissão de títulos públicos, é uma das principais formas do governo cobrir os seus déficits orçamentários sem precisar emitir moeda, pois estes representam em boa parte, o estoque da dívida, pois quanto mais o governo emitir títulos públicos, maior será o estoque da dívida pública.

Um dos fatores que também contribuem para o crescimento da dívida mobiliária interna é a taxa de juros, cuja a relação será tratada no tópico a seguir.

2.9. Os Juros e a Dívida Pública

O déficit público no Brasil é classificado de três formas: nominal, que mede a necessidade de financiamento do setor público incluindo a correção monetária mais o pagamento de juros; operacional, que inclui o pagamento de juros mas não a correção monetária e o primário, que exclui o pagamento de juros e a correção monetária. Estes conceitos são relevantes, pois o orçamento do governo poderá não estar em déficit operacional se o pagamento de juros da dívida for menor do que o superávit primário ou também poderá apresentar um déficit primário se as despesas excluindo o pagamento de juros forem menores do que as receitas (Dornbusch e Fischer, 1991, p. 701 e 734).

Portanto, no Brasil a dívida mobiliária interna é influenciada pelas taxas de juros vigentes no mercado, em especial a Selic (Sistema Especial de Liquidação e Custódia). No mercado financeiro, o governo federal assume o papel de maior devedor. Pois se o mesmo aumentar os juros, estará aumentando parte de sua própria dívida pública.

No próximo capítulo, será apresentado um histórico sobre a inflação no Brasil e as tentativas de combatê-la anteriores ao Plano Real. Também serão apresentados os principais fundamentos e as medidas que se baseia o Plano Real, bem como a situação econômica em que se encontra o país.

CAPÍTULO III

3. INFLAÇÃO: UM PROBLEMA CRÔNICO E HISTÓRICO

3.1. A Inflação no Brasil

Para Cardoso (1993, p. 81-83), quando a inflação alcançou o patamar de 100% ao ano em 1964, a população se assustou. Mas a inflação logo foi controlada com o programa de estabilização do governo Castello Branco, mantendo-se em patamares relativamente baixos entre 1968 e 1974. Após este período, a inflação voltou a crescer de forma acelerada. De 1979 a 1982, a inflação passou da faixa dos 45% para 100% ao ano e, em 1984, disparou para 200% ao ano e em 1986 ultrapassava os 400% ao ano. Com o Plano Cruzado a inflação foi estabilizada por poucos meses, porque no final de 1986, ela reapareceu com força total.

Em países onde a inflação é muito alta, os preços de simples produtos chegam a valer alguns milhões de unidades monetárias tornando a contabilidade mais difícil. Com isso, as reformas monetárias que mudam o nome da moeda e cortam os zeros e a vírgula de lugar tornaram-se constantes.

Até 1942, neste século, o mil-réis denominava-se como a moeda brasileira. No entanto, o mil-réis foi substituído pelo cruzeiro e em 1967, foram cortados três zeros onde mil cruzeiros passaram a valer um cruzeiro novo. Em 1970, o cruzeiro novo voltou a se chamar cruzeiro, até 1986. Com a reforma monetária proposta pelo Plano Cruzado, a moeda passou a se chamar cruzado e valia mil cruzeiros. Mais tarde em 1989, os três zeros do cruzado foram cortados, passando a se chamar cruzado novo. No ano seguinte, a moeda nacional voltou e ser o cruzeiro. Em 1993, mais uma vez são cortados os três zeros do cruzeiro, tornando-se o cruzeiro real e finalmente em julho de 1994, o cruzeiro real deu lugar ao real, onde 2.750,00 cruzeiros reais passaram a valer um real.

No período de 1986 a 1991, foram implementados no país, algumas tentativas de combate à inflação como o Plano Cruzado, Plano Bresser, Plano Verão e o Plano Collor. Pois em 1994, tem-se início um plano que não poderia cometer os mesmos erros dos planos anteriores, o Plano Real.

3.2. As Tentativas Anteriores de Combate à Inflação

3.1.1. O Plano Cruzado

As principais medidas do Plano Cruzado foram as seguintes:

- Criação de uma nova moeda, o Cruzado, que valia 1.000 cruzeiros;
- congelamento de preços e taxa de câmbio;
- novo salário mínimo no valor de Cz\$ 804,00
- proibição de cláusulas de indexação em contratos com maturidade inferior a um ano.

No início do Plano Cruzado, a inflação foi controlada e a recessão de 1983 se reverteu em um significativo crescimento econômico. A redução do preço do petróleo e o aumento das exportações não foram suficientes, mesmo com a recuperação da economia, para financiar o crescimento das importações e do serviço da dívida. No final de 1986, a economia brasileira enfrentava mais uma crise externa levando o Plano Cruzado ao fracasso (Cardoso, 1993, p. 109-110).

Com isso, no ano seguinte, é implementado mais um plano de combate à inflação, o Plano Bresser.

3.1.2. O Plano Bresser

Em 1987, a inflação voltara com toda sua força e acompanhada de um déficit significativo na balança comercial levando o país declarar a moratória da dívida externa. Luís Carlos Bresser Pereira tornou-se ministro da fazenda, tomando medidas para reduzir a demanda agregada e os salários reais além de um novo congelamento de preços em junho. Mas, suas medidas não foram suficientes para controlar o crescimento da dívida interna e externa resultando na volta da inflação forçando a sua saída do ministério em mais uma tentativa fracassada.

A tentativa seguinte para se tentar derrubar a inflação, foi o Plano Verão com medidas semelhantes ao plano anterior.

3.1.3. O Plano Verão

No Plano Verão, o novo ministro da fazenda, Maílson da Nóbrega, determinou o congelamento dos preços novamente em 1989. As taxas de juros foram elevadas e com isso, a dívida interna passou a crescer rapidamente. No final de 1989 e início de 1990, o país encontrava-se com uma hiperinflação⁴.

Na tentativa de reverter esse quadro, surge em 1990 o Plano Collor, com algumas medidas diferentes em relação aos planos anteriores.

3.1.4. O Plano Collor

O plano continha as seguintes medidas:

- Reforma Monetária. A moeda passou a se chamar cruzeiro e os depósitos em conta corrente e em caderneta de poupança no valor acima de NCZ 50.000,00 ou 1.000 dólares aproximadamente, foram confiscados por um período de dezoito meses com rendimento de 6% ao mês. Estes depósitos foram transferidos para uma conta especial do Banco Central.
- Política de Rendas. Os tarifas públicas foram reajustadas e congeladas por quatro meses e os salários corrigidos de acordo com a inflação esperada.
- Reforma Administrativa. O governo reduziu o número de ministérios e tomou medidas para conter os gastos públicos, além de um programa de privatização.
- Reforma Fiscal. O governo eliminou temporariamente alguns subsídios e incentivos fiscais ao setor privado e lançou um imposto temporário sobre grandes depósitos bancários.

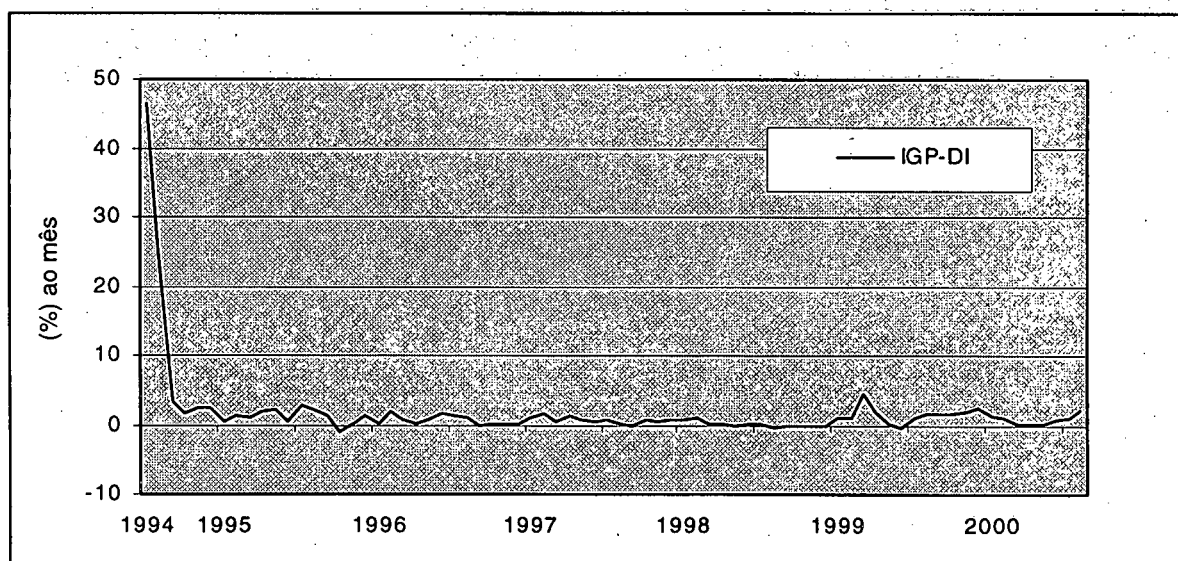
⁴ Caso especial de inflação galopante, em que os preços aumentam tanto que as pessoas não procuram deter dinheiro, mesmo por poucos dias, em razão da rapidez com que cai seu poder de compra (Sandroni, 1996, p. 142).

Mesmo com essas medidas, o plano além de recessivo não conseguiu controlar a inflação. A política monetária, tornou-se o ponto fraco do plano e no início de 1991, já havia um novo congelamento de preços e política salarial. Portanto, o principal erro dos planos brasileiros de combate à inflação, foi o congelamento de preços sem um controle do desequilíbrio orçamentário e uma política monetária eficaz (Cardoso, 1993, p. 115-117). Mas em 1994, surge um novo e diferente plano na tentativa de derrubar a inflação é implementado no país, o Plano Real. Este, por sua vez, não tinha entre suas medidas, o congelamento de preços mas sim, uma política monetária mais eficiente com o propósito de segurar, com o fim da inflação, o crescimento da demanda agregada gerado por um aumento do poder de compra principalmente da população de baixa renda.

3.1.5. O Plano Real

O Plano Real, que deu-se em julho de 1994, acompanhado de um processo inflacionário crônico e histórico. A inflação, que no primeiro semestre de 1994 situava-se em patamares entre 40% e 50% ao mês, desabou para taxas entre 1% a 2% ao mês no final do ano (Figura 1). O Plano Real havia conseguido o seu primeiro e principal objetivo, derrubar a inflação.

Gráfico 1 – Brasil: Taxa de Inflação (1994/2000)



Fonte: Conjuntura Econômica e Fundação Getúlio Vargas - FGV.
Índices de Preços - Base: ago.94=100

Segundo Cysne (1998, p. 2),

“com a introdução do Real, o Brasil trocou, com eficiência, o imposto inflacionário sobre a moeda (na verdade, um confisco, pois não é votado ou aprovado pelo Congresso) por aumento da dívida pública. Os excessos da oferta sobre a demanda por moeda passaram a subir pela escada, e a dívida pública pelo elevador”.

Em março de 1994, os salários e contratos em cruzeiros reais foram convertidos em URV (Unidade Real de Valor) com uma correção diária onde em julho de 1994, passou a se chamar Real, valendo 2.750,00 cruzeiros reais. A política cambial com bandas e com a intervenção do Banco Central e os juros elevados levaram o dólar a valer R\$ 0,846 por US\$ 1,00 em 31 de dezembro de 1994.

A apreciação do câmbio, tinha como objetivo acompanhar o ritmo de crescimento das importações como forma de conter a pressão inflacionária causado pelo aumento do poder de compra das classes médias e principalmente baixa renda.

Rossetti (1998, p. 384) afirma que, o processo de estabilização pós emissão da nova moeda, exigiu-se algumas medidas importantes, entre elas:

- A criação da Comissão da Moeda e do Crédito - Comoc, modificando-se a composição do Conselho Monetário Nacional - CMN, mudando sua composição de sete para três membros, os ministros da Fazenda, do Planejamento e o presidente do Banco Central. A criação desta comissão, teve como objetivo um controle maior da oferta monetária permitindo uma maior autonomia das autoridades monetárias.
- A modificação dos mecanismos de autorização para emissão de moeda criando-se o lastreamento da base monetária nas reservas internacionais do país, ou seja, tentava-se adequar a base monetária de acordo com as variações das reservas internacionais. Também foram impostos limites para a emissão de moeda, bem como a necessidade da aprovação do Congresso Nacional e uma programação monetária trimestral com propósito de limitar a expansão da base monetária.

- A taxa de recolhimento do compulsório, no início do Plano Real, chegou a 100% sobre os depósitos à vista em bancos criadores de moeda, havendo também um aumento do recolhimento compulsório sobre os depósitos em poupança de 15% para 20%.

Essas medidas, foram necessárias por duas razões, primeira para alcançar a estabilidade da moeda e segunda para segurar a pressão expansionista proporcionada pelo aumento do poder de compra principalmente das classes de baixa renda. Mas essas medidas, por si só, não garantem a estabilização da moeda em um país. As reformas estruturais passaram a ser fundamentais para a continuidade do sucesso do Plano Real, como será explicado a seguir.

3.3. A Importância de Reformas Estruturais

Mesmo com o sucesso inicial do Plano Real, eram claros os desequilíbrios no balanço de pagamento e no orçamento, bem como o crescimento da dívida pública. O processo de financiamento do déficit público através do endividamento, as taxas de juros elevadas e o câmbio apreciado, permitiram ao governo logo no início do plano, o controle sobre a inflação. Contudo, a busca do equilíbrio entre gastos e receitas é fundamental para que o governo consiga equilibrar suas contas e não depender tanto de recursos de terceiros para financiar seus déficits. Isto significa que o Governo Federal Estadual e Municipal, tem que agir diretamente sobre os seus gastos além de melhorar o sistema de arrecadação tributária.

Portanto, as reformas estruturais tornam-se essenciais para o governo manter o equilíbrio em suas contas. Nesse caso, o ajuste fiscal representará para o governo e a sociedade, uma necessidade menor de financiar o déficit público, bem como os gastos com o pagamento de juros (Bacha, 1997, p. 2).

Um dos fatores fundamentais para conter a pressão expansionista, no início do Plano Real, foi a abertura econômica acompanhada de um aumento das importações.

3.4. O Processo de Abertura Econômica

Uma política monetária de juros elevados e a intervenção do Banco Central para manter o câmbio apreciado logo no início do Plano Real, fizeram com que as exportações brasileiras crescessem lentamente e até mesmo, em certos momentos, reduzissem.

O reflexo de um câmbio apreciado sobre as contas externas e a decisão do governo de acelerar o ritmo das importações em setembro de 1994, tinha como objetivo evitar o repasse para os preços das pressões de custo e de demanda que se constituía com o aumento do poder de compra da população. O aumento das importações, refletiu em um déficit na balança comercial e na de serviços, pois para cobrir esses déficits, era necessário um superávit na conta capital para equilibrar o balanço de pagamentos (Bacha, 1997, p. 3). Portanto, os juros e a possibilidade do governo não honrar os seus compromissos, passaram a ser os principais indicadores de risco para a captação de recursos externos, bem como para o nível das reservas internacionais.

A seguir, será identificado a situação econômica do país no início do Plano Real e atual.

3.5. Diagnóstico Situacional do País

No segundo semestre de 1994, a inflação oscilava nos meses anteriores em patamares entre 40% e 50% ao mês, a taxa de juros variava em torno de 6% ao mês e o salário mínimo equivalia a R\$ 64,79. A balança comercial apresentava um superávit de 8 bilhões e as reservas internacionais encontravam-se no patamar de US\$ 40 bilhões, sendo que a taxa de câmbio, era de R\$/US\$ 0,8986. Com relação ao orçamento do governo, o mesmo registrava um déficit público primário de -5,5% e operacional de -2,1% em relação ao PIB. A dívida mobiliária interna, representava um total de R\$ 59 bilhões e o crescimento do PIB no ano foi de 5,9%.

Como afirma Cysne (1998, p. 3), a economia brasileira enfrentou algumas crises externas durante os seis anos de Plano Real. Contudo, tal acontecimentos não chegaram a ameaçar a continuidade das importações, como ocorria antes de 1990, onde a economia brasileira era protegida por obstáculos que a impediam uma abertura comercial.

Durante esses seis anos, ocorreram algumas crises internacionais que chegaram a afetar a economia brasileira. A primeira aconteceu no final de 1994, com a crise do

México, quando se manifestou um certo nervosismo dos mercados internacionais de capitais. Como consequência, o governo impôs algumas restrições às importações através do aumento de tarifas sobre determinados produtos selecionados e algumas restrições não tarifárias. A segunda, deu-se no final de 1997, com a crise da Ásia, reduzindo novamente as reservas internacionais do Brasil. A terceira crise foi a da Rússia no final de 1998, reduzindo de forma mais significativa as reservas internacionais levando a uma depreciação do câmbio.

No segundo semestre de 2000, a inflação e o juros situavam-se em patamares de 2% e 1,31% ao mês respectivamente. O salário mínimo nominal, no valor de R\$ 151,00, valia, em termos reais⁵, R\$ 78,41. A balança comercial, deficitária na maior parte do Plano Real registrou um superávit de US\$ 977 milhões e as reservas internacionais somavam um total de US\$ 30 bilhões a uma taxa de câmbio de R\$/US\$ 1,7978. O governo, em seu orçamento, registrou um superávit primário de 3,82% e operacional de -0,37% em relação ao PIB. A dívida mobiliária interna, alcançou o valor de R\$ 506 bilhões representando um crescimento de 750%, equivalente a nove vezes o seu valor inicial no Plano Real. O PIB cresceu em 1999, 1,1%, representando uma redução de 4,8 pontos percentuais em relação ao crescimento do PIB em 1994. Enquanto que para o ano 2000, a perspectiva é que haja uma recuperação da economia que, segundo o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística - IBGE, o crescimento do PIB será de 3,89%.

⁵ Poder de compra do salário.

CAPÍTULO IV

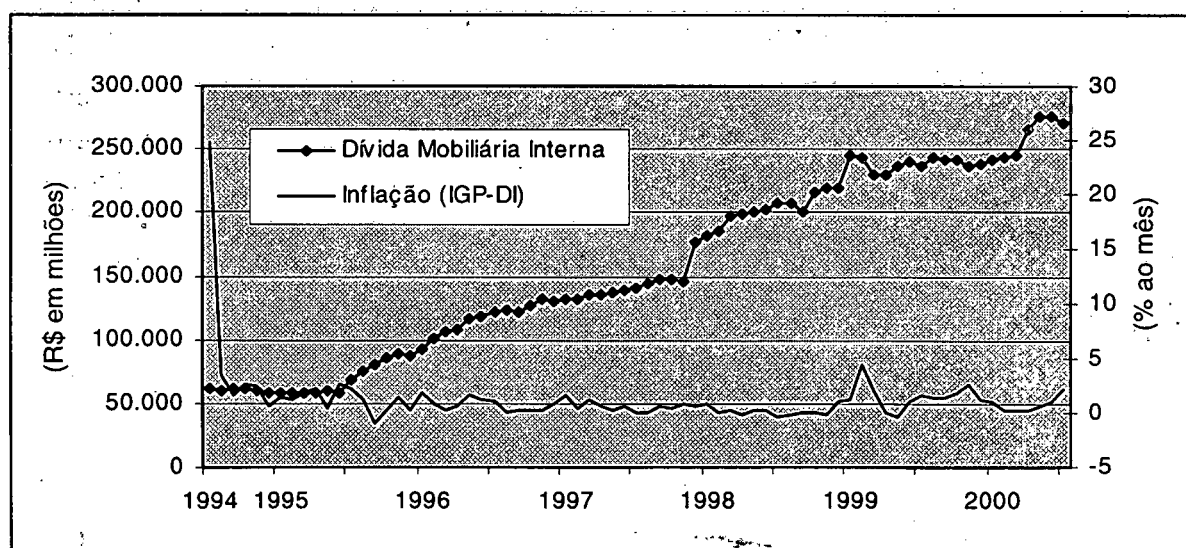
4. O PROCESSO DE ENDIVIDAMENTO PÚBLICO

Após serem apresentados os conceitos teóricos relacionados à política monetária e um histórico sobre a inflação no Brasil, bem como as tentativas de combatê-la será analisado neste capítulo o comportamento dos dados referentes à política monetária. Para isso, serão utilizados modelos econométricos para explicar as possíveis relações entre a política monetária e o endividamento interno público após o Plano Real e sua projeção para os próximos três anos.

4.1. O Crescimento da Dívida Mobiliária Interna Real

O processo de estabilização da moeda, deu-se em julho de 1994 quando a inflação registrava nos meses anteriores taxas entre 40% e 50%, passando a registrar a partir de agosto de 1994 taxas de 1% a 2% ao mês. A dívida mobiliária interna, que correspondia a R\$ 56 bilhões no início do período, após seis anos cresceu o equivalente em termos reais a R\$ 2,5 bilhões por mês em média conforme mostra a figura 2.

Gráfico 2 - Brasil: Inflação e Dívida Mobiliária Interna (1994/2000)



Fonte: Conjuntura Econômica e Banco Central do Brasil. Obs. Dados deflacionados pelo Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna: IGP-DI / Base: ago.94.

Com isso, o governo se vê em uma situação muito difícil, pois se dispuser a diminuir a sua dívida, terá que cortar gastos de seu orçamento. Isto poderá implicar em problemas sociais levando uma parte da população a julgar o governo como ineficiente. Outro problema, é o risco de inflação. Se o déficit for elevado e o governo não puder financiá-lo com a colocação de títulos públicos federais, terá que fazê-lo através da emissão de moeda, acarretando num aumento da demanda agregada. Se este aumento não for acompanhado pelo aumento da oferta de bens e serviços, resultará em um crescimento da inflação. Portanto, sob este aspecto, o processo de estabilização da moeda juntamente com um controle maior sobre os gastos do governo poderá vir acompanhado de alguns problemas sociais como o desemprego.

Para se ter uma melhor noção do tamanho da dívida pública, é necessário compara-la ao PIB, ou seja, a relação dívida/PIB onde o crescimento do PIB é relevante diante do crescimento da dívida. Neste caso, a dívida mobiliária interna representou um crescimento mais significativo em relação ao PIB do que propriamente em termos nominais e reais, pois em 1994 a dívida representava 17,7% do PIB passando em 1999 para 41,5%, como revela a tabela 1.

Tabela 1 - Brasil: Dívida Mobiliária Interna em Relação ao PIB (1994/1999)

Ano	Dívida Mobiliária Interna (em R\$ milhões)	(%) PIB
1994	61.782	17,7
1995	108.486	16,8
1996	176.211	22,6
1997	255.509	29,5
1998	323.860	36,4
1999	419.901	41,5

Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística - IBGE; Conjuntura Econômica e Banco Central do Brasil, dados trabalhados pelo autor. Nota: Os dados referem-se ao último mês de cada ano.

Procede-se a seguir com base em uma análise econométrica, um possível cenário e evolução da dívida mobiliária interna e a sua representação em relação ao PIB para o ano de 2005.

4.2. Cenário

No período analisado, a combinação de déficits públicos, emissão de títulos públicos e uma inflação em declínio resultou em um crescimento acelerado da dívida mobiliária interna. Com base na trajetória da dívida mobiliária interna no período, será feita uma projeção do valor real da dívida mobiliária interna em relação ao PIB até o ano de 2005 sendo que para tanto será aplicado a análise de regressão.

Resumo dos Resultados

<i>Estatística de Regressão</i>	
R-Quadrado	0,975738548
R-Quadrado Ajustado	0,975396837
Erro Padrão	11048,11338
Observações	73

Anova

	<i>Grau de Liberdade (gl)</i>
Regressão	1
Resíduo	71
Total	72

	<i>Coefficientes</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>Stat t</i>
Interseção	32250,969134	2612,968111	13,490777
Variável X 1	3279,236333	61,367044	53,436439

Com isso, a equação da reta da regressão será: $y = 3279,236333x + 32250,969134$ onde, x corresponde ao período e y ao valor real da dívida mobiliária interna com um total de 73 observações e 71 graus de liberdade, pois $n = 73$ e $gl = n - 2$. Para tal análise, será fixado $\alpha = 5\%$ (risco de não existir regressão). Como o $t = 153,436439$ calculado é maior do que o $t = 2,0003$ (tabelado), rejeita-se a hipótese de que não há regressão com um risco de 5%. O R-Quadrado de 0,975738548, significa o grau de determinação ou confiabilidade da influência que x exerce sobre y, ou seja, o quanto que cada período explica a tendência de crescimento da dívida. Neste caso, o grau de determinação foi de 97,57% sobre os resultados observados e 97,53% sobre os resultados ajustados de acordo com a equação da reta. Portanto, com base na equação da reta, estima-se que a tendência para de crescimento da dívida mobiliária interna real para os próximos cinco anos seja a seguinte:

Tabela 2 - Brasil: Projeção da Dívida Mobiliária Interna Real (2000/2002)

ANO	DÍVIDA MOBILIÁRIA INTERNA - PROJETADA		
	Nominal (em R\$ milhões)	Real (em R\$ milhões)	(%) PIB Real
2000	490.596	291.029	47,1
2001	565.517	330.379	52,7
2002	640.437	369.729	58,2

Fonte: Conjuntura Econômica e Banco Central do Brasil, dados trabalhados pelo autor.

Obs. Dados deflacionados pelo Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna: IGP-DI / Base: ago.94.

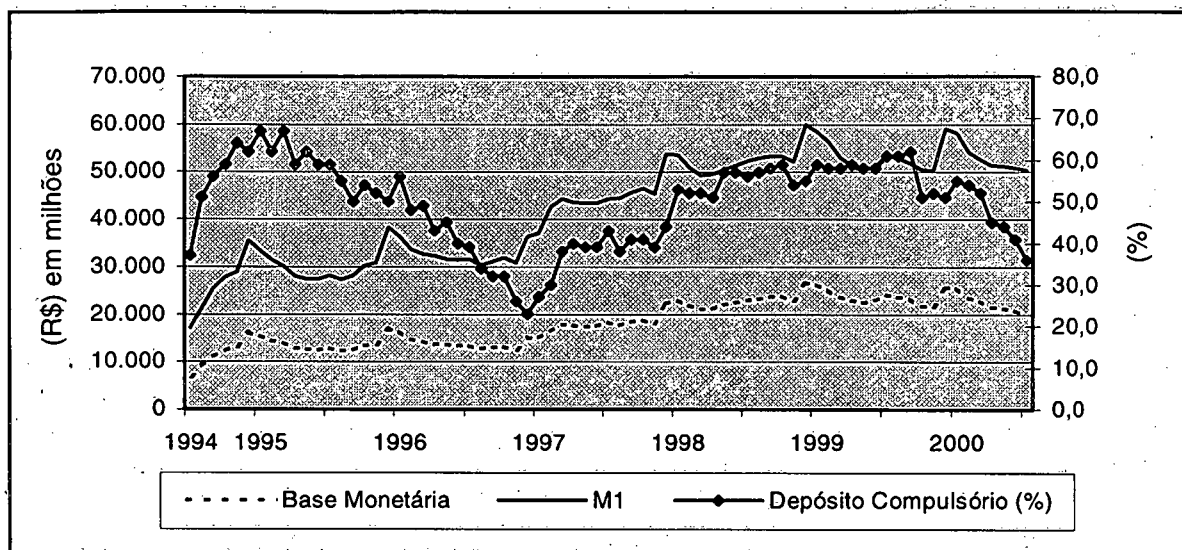
Nota: Os dados referem-se ao último mês de cada ano.

A relação dívida/PIB, que no início do real era de 17,7%, aponta em sua projeção para o ano 2002 uma dívida no valor real de R\$ 369.729 bilhões equivalendo a 58,2% do PIB (tabelas 1 e 2). É importante salientar, que esta projeção é feita somente com base em dados passados da dívida mobiliária interna e do PIB, ou seja, não serão levados em consideração possíveis mudanças no comportamento de fatores como a taxa de juros, déficit público, emissão de títulos públicos federais, crises internacionais e o próprio crescimento do PIB. Em seguida, serão analisados o comportamento da base monetária e dos meios de pagamento.

4.3. O Comportamento da Base Monetária e dos Meios de Pagamento

A base monetária é composta pelo papel moeda emitido mais as reservas bancárias no Banco Central. A parcela dos depósitos em bancos que irão compor as reservas bancárias, são determinadas através da taxa de recolhimento compulsório. Por isso, o recolhimento compulsório está diretamente relacionado com o nível da base monetária e dos meios de pagamento. No período em estudo, o recolhimento compulsório e o comportamento da base monetária, apresentaram um coeficiente de correlação de 0,290. Isto significa que, na medida que a taxa de recolhimento compulsório aumenta a base monetária também aumenta e quando a taxa diminui a base também diminui. A figura 3, mostra que no período as variações na base monetária determinaram o comportamento do M1. No entanto, a taxa de recolhimento compulsório determinará em parte o comportamento da base monetária.

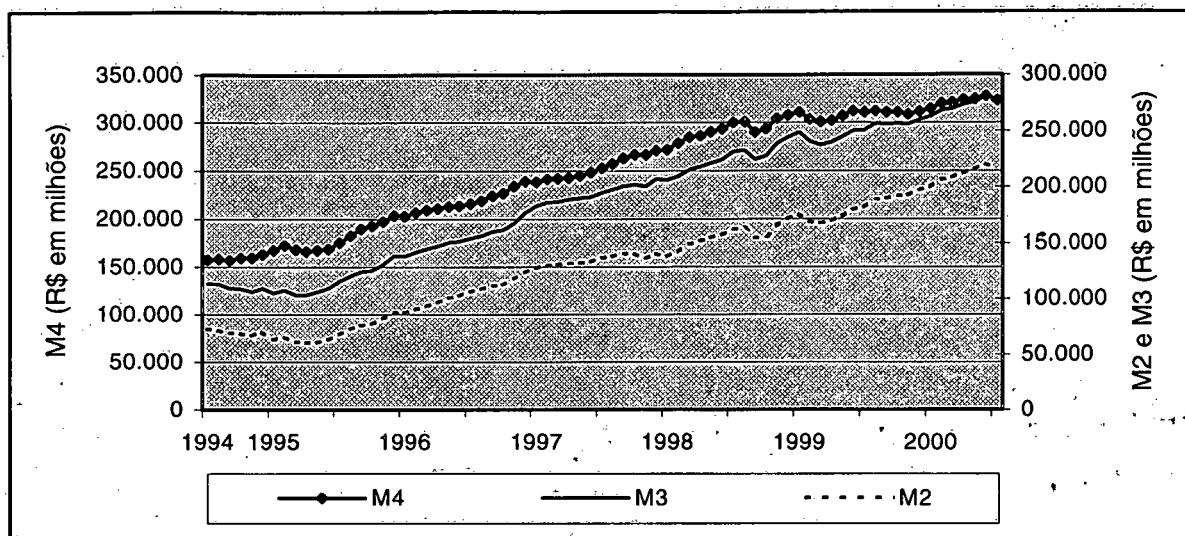
Gráfico 3 - Brasil: Base Monetária, M1 e Recolhimento Compulsório (1994/2000)



Fonte: Conjuntura Econômica e Banco Central do Brasil. Obs. Dados deflacionados pelo Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna: IGP-DI / Base: ago.94. Notas: Base monetária = papel moeda emitido + reservas bancárias (média dos saldos diários); M1 = papel moeda em poder do público + depósitos à vista; Depósito Compulsório = Reservas Bancárias / Depósitos à Vista.

É importante salientar, que o comportamento da base monetária e dos meios de pagamento, são influenciados por outros fatores como a compra e venda de títulos públicos, variação do nível das reservas internacionais, resultados de déficits ou superávits orçamentários, bem como os fatores condicionantes da base monetária. Por sua vez, o comportamento dos meios de pagamento M2 (M1 + títulos públicos federais, estaduais e municipais e fundos de investimentos), M3 (M2 + poupança) e M4 (M3 + títulos privados), que também são influenciados pelo comportamento da base monetária, acompanharam a trajetória de crescimento ao longo do período estudado. O crescimento do M2, ocorreu por um aumento da emissão de títulos públicos federais enquanto que a diferença entre o M3 e o M2 também aumentou, ou seja, houve um crescimento não muito significativa da poupança no período. Por último, o M4 também cresceu no mesmo ritmo do M3 e M4, como pode-se observar na figura 4.

Gráfico 4 - Brasil: M2, M3 e M4 (1994/2000)



Fonte: Conjuntura Econômica e Banco Central do Brasil. M2, M3 e M4 = Média dos saldos em fim do período.

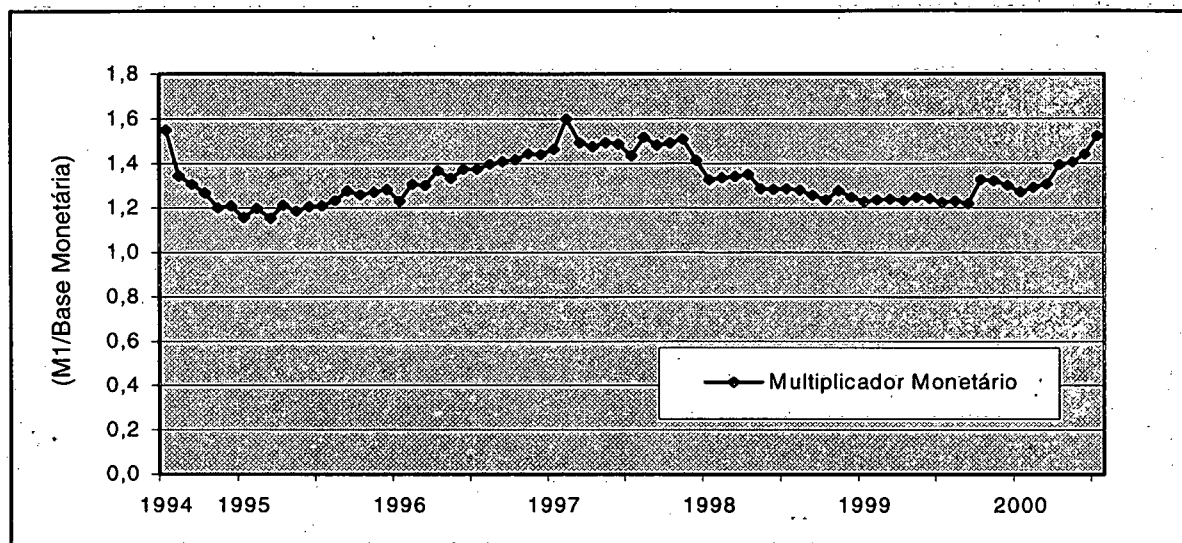
Obs. Dados deflacionados pelo Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna: IGP-DI / Base: ago.94.

Notas: M2 = M1 + títulos públicos federais, estaduais e municipais + fundos de investimentos.

M3 = M2 + poupança. M4 = M3 + títulos privados.

Como foi tratado no capítulo 2, o recolhimento compulsório é um instrumento determinante para o comportamento da base monetária e do meio de pagamento M1. Isto se dá, pelo fato de que a taxa de recolhimento compulsório determina a parcela dos depósitos em bancos que ficarão retidos no Banco Central e a outra parcela que poderá vir a ser emprestada ao público ou destinada à compra de títulos públicos federais, estaduais e municipais por parte dos bancos. Sendo o multiplicador monetário a razão entre M1 e a base monetária ($M1/BM$), a taxa de recolhimento compulsório também influenciará o comportamento do multiplicador monetário. Pois o coeficiente de correlação entre a taxa de recolhimento compulsório e o multiplicador monetário é de -0,899. Isto significa que, quanto maior for a taxa do recolhimento compulsório, maior será a base monetária e menor será o multiplicador acontecendo também o inverso como pode-se verificar nas figuras 3 e 5. Desta forma, quanto maior for a taxa de recolhimento compulsório, menor tenderá a ser o multiplicador monetário. Por sua vez, quanto maior for o multiplicador monetário maior será a variação do M1 em relação a variação da base monetária.

Gráfico 5 - Brasil: Multiplicador Monetário (1994/2000)



Fonte: Conjuntura Econômica e Banco Central do Brasil.

4.4. O Comportamento da Taxa de Juros

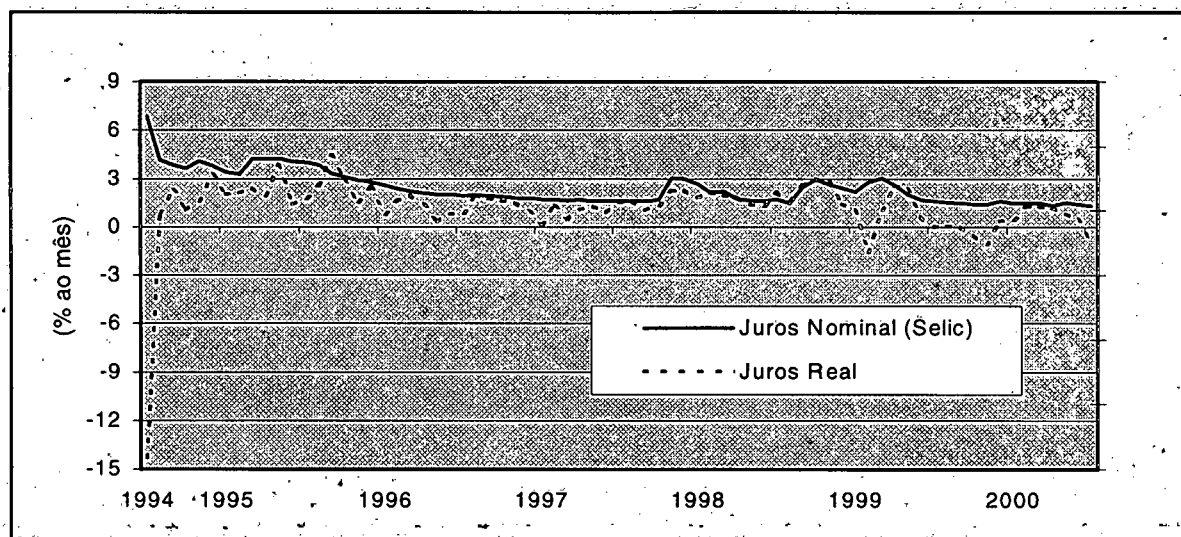
Diante do comportamento da taxa de juros ao longo do período, verifica-se (figura 6) que houve uma tendência de redução gradual principalmente no período de abril de 1995 a outubro de 1997 acontecendo no mês seguinte uma elevação de 1,67% para 3,04% ao mês. Este aumento deu-se principalmente em consequência a uma crise externa, ou seja, a crise asiática. De janeiro a julho de 1998, os juros seguem caindo, pois no final do ano diante de mais uma crise externa (crise da Rússia), ocorre uma fuga de dólares do país acontecendo uma redução drástica das reservas internacionais, com isso, o governo não vê outra forma se não aumentar os juros novamente na tentativa de reduzir a saída de dólares do país. Após esta crise, os juros passaram a registrar uma trajetória de queda gradual. Mas é importante salientar, que mesmo com uma tendência de redução gradual da taxa de juros real, ainda assim, esta encontra-se em patamares muito elevados em relação as taxas de juros reais cobradas no exterior como a Prime Rate que em julho de 2000 situava-se em 9,25%⁶ ao ano enquanto que a taxa de juros real brasileira (Selic) encontrava-se em 14,27%⁷ ao ano.

⁶ Deflacionada pelo Índice de Preços ao Consumidor – (IPC), Estados Unidos.

⁷ Deflacionada pelo Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), Brasil.

A taxa de juros real, corresponde à taxa de juros nominal menos a inflação. Após agosto de 1994, com a estabilização dos preços, a taxa de juros real passou a acompanhar as tendências de variação da taxa de juros nominal devido as taxas de inflação serem pequenas. Sendo assim, o juros real corresponderam da mesma forma dos juros nominal uma tendência de redução gradual no período analisado.

Gráfico 6 - Brasil: Taxa de Juros (1994/2000)



Fonte: Conjuntura Econômica e Fundação Getúlio Vargas - FGV.

Juros Selic: Sistema Especial de Liquidação e Custódia.

Obs. Taxa de juros real, deflacionada pelo Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna: IGP-DI / base:ago.94.

Para explicar a possível relação entre o comportamento da taxa de juros e da dívida mobiliária interna no período, procede-se a seguir uma análise de regressão.

Resumo dos Resultados

<i>Estatística de Regressão</i>	
R-Quadrado	0,424350921
R-Quadrado Ajustado	0,416243188
Erro Padrão	102591,6629
Observações	73

Anova

	<i>Grau de Liberdade (gl)</i>
Regressão	1
Resíduo	71
Total	72

	<i>Coefficientes</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>Stat t</i>
Interseção	436000,721746	30315,303604	14,382199
Variável X 1	-83947,091637	11603,601688	-7,234572

Com isso, a equação da reta da regressão será: $y = 11603,6x + 30315,3$ onde, x corresponde a taxa de juros nominal e y a dívida mobiliária interna com um total de 73 observações e 71 graus de liberdade, pois $n = 73$ e $gl = n - 2$. Para efeito de análise, será estabelecido $\alpha = 5\%$ (risco de não existir regressão). Como o $t = |7,234572|$ calculado é maior do que o $t = 2,0003$ (tabelado), rejeita-se a hipótese de que não há regressão com um risco de 5%. O R-Quadrado de 0,424350921, significa que nos dados observados o x (taxa de juros) explica 42,43% do comportamento de y (dívida mobiliária interna) e que os dados ajustados explicam somente 41,62% de acordo com equação da reta.

Portanto, verifica-se que a taxa de juros não explica totalmente o comportamento da dívida mobiliária interna. Mesmo assim, com um coeficiente de correlação de 0,087, significa que um aumento na taxa de juros implicará em um crescimento da dívida mobiliária interna. Por isso, é importante salientar que a taxa de juros não é o único fator responsável pela trajetória de crescimento da dívida. Pois existem outros fatores que determinam o seu comportamento como o déficit público e a emissão de títulos públicos, como será tratado posteriormente.

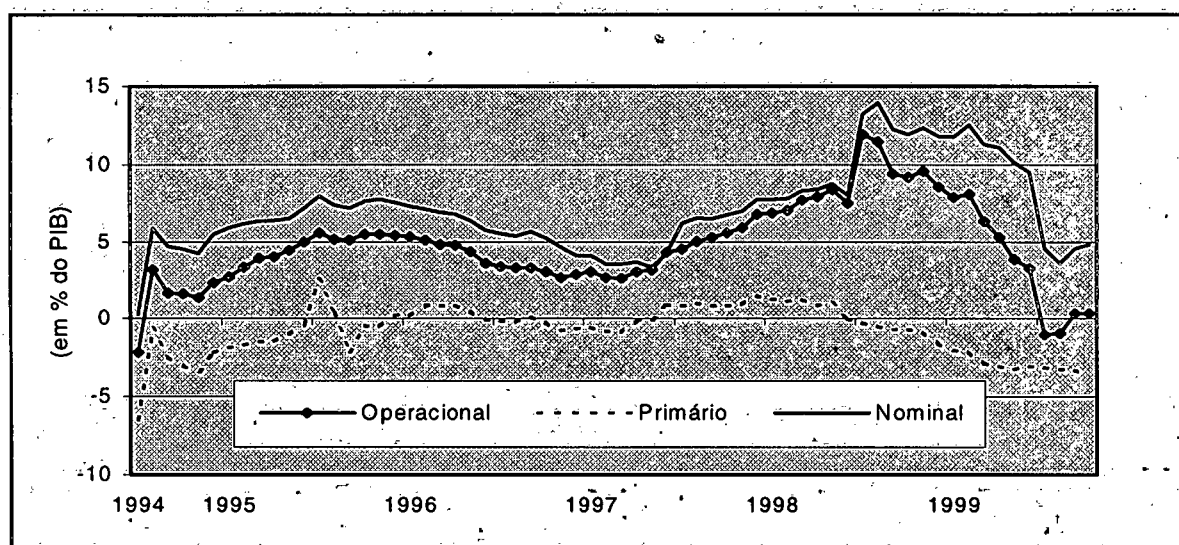
4.5. O Déficit Público e a Emissão de Títulos Públicos Federais

Um fator determinante para a composição da dívida mobiliária interna, é o déficit público operacional, que inclui ao resultado entre receita total e despesa total mais o pagamento de juros. No entanto, o coeficiente de correlação entre o déficit público operacional e a dívida mobiliária interna é de 0,439, confirmando existência de uma relação proporcional entre ambos. Isto significa, que quanto maior for o déficit público maior será a dívida mobiliária interna desde que o déficit público seja financiado através da emissão de títulos públicos. Em janeiro de 1995, as contas do governo apresentavam um superávit operacional de 2,16% em relação ao PIB.

A partir deste período, o governo passou a apresentar um déficit operacional crescente, atingindo o seu auge em janeiro de 1999 com 11,92% do PIB. Com relação ao resultado primário, as contas do governo apresentaram déficit somente nos períodos de junho a novembro de 1996 e de janeiro a novembro de 1998. O superávit primário passou a

ser mais expressivo a partir de junho de 1999 a junho de 2000, resultado de um maior controle dos gastos por parte do governo mas principalmente por consequência de um aumento da arrecadação. No mesmo período, o déficit nominal, por ser corrigido monetariamente representa o maior déficit de todos (figura 7). Pois a cultura de que para manter a inflação controlada necessita-se de um controle mais rígido sobre os gastos públicos, incorporou-se cada vez mais no país após o Plano Real.

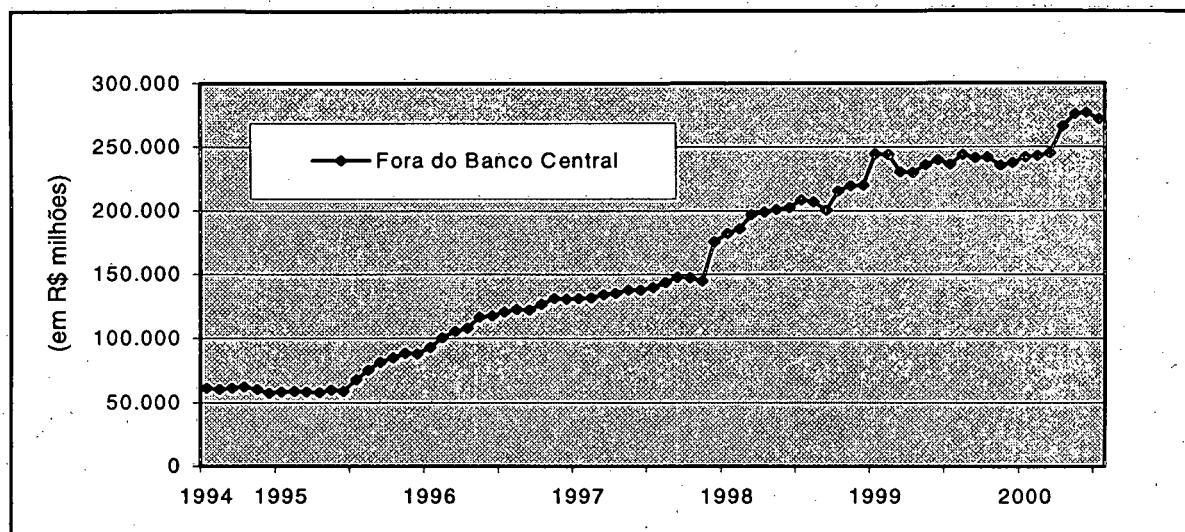
Gráfico 7 - Brasil: Déficit Público (1994/2000)



Fonte: Conjuntura Econômica, Ministério da Fazenda e Banco Central do Brasil.

Uma das principais mudanças ocorridas após o Plano Real, foi o procedimento do governo com relação ao sistema de financiamento do seu déficit orçamentário. Pois a emissão de moeda por parte do Banco Central para financiá-lo não acontecia mais. Para isso, o governo teve que financiar o seu déficit através da emissão de títulos públicos, ou seja, via endividamento. No entanto, como na maior parte do período do Plano Real o governo registrou déficits operacionais, a emissão de títulos públicos tornou-se o principal instrumento de captação de recursos via mercado aberto como forma de financiar estes déficits. A principal consequência de um crescimento constante da emissão de títulos públicos em todo o período mesmo estes tendo um prazo médio de resgate de 15 anos foi um crescimento paralelo da dívida mobiliária interna (figura 8).

Portanto, como o presente estudo trabalhou com os títulos públicos fora do Banco Central que, por sua vez, representam a dívida mobiliária interna significa que esta dívida está diretamente ligada à necessidade de o governo financiar o seu déficit orçamentário via endividamento.

Gráfico 8 - Brasil: Títulos Públicos Federais (1994/2000)

Fonte: Banco Central do Brasil.

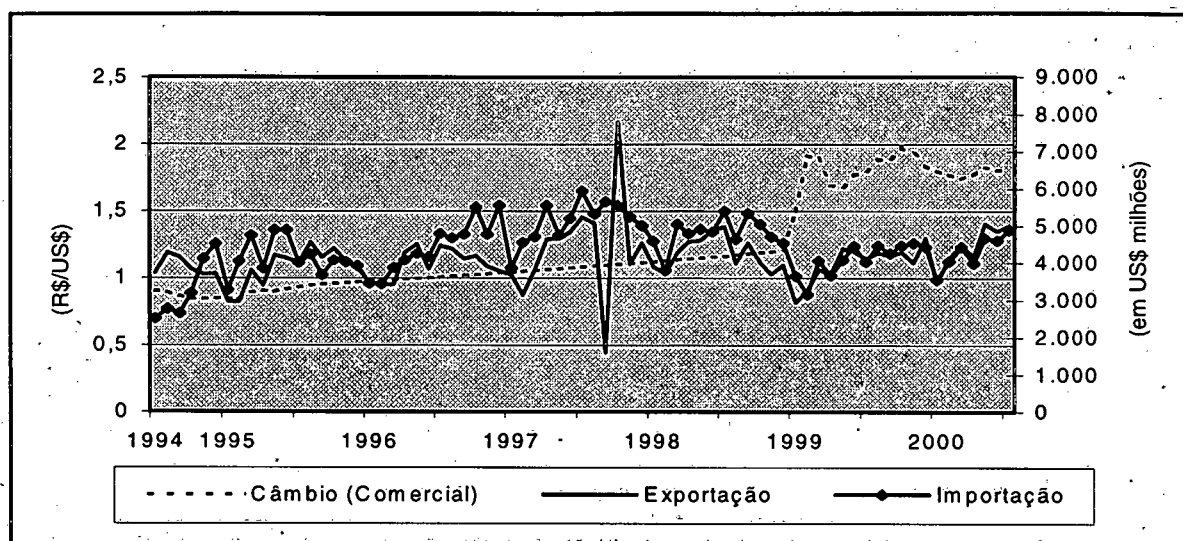
Obs. Dados deflacionados pelo Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna: IGP-DI / Base: ago.94.

No tópico a seguir, serão analisados o comportamento das reservas internacionais e a maneira com que o governo financia o déficit na balança comercial com o propósito de esclarecer melhor a dependência e necessidade do governo de atrair recursos externos para que não venha comprometer a continuidade das importações e assim, permitir um aumento da concorrência interna como forma de não comprometer a estabilidade dos preços.

4.6. O Comportamento das Reservas Internacionais

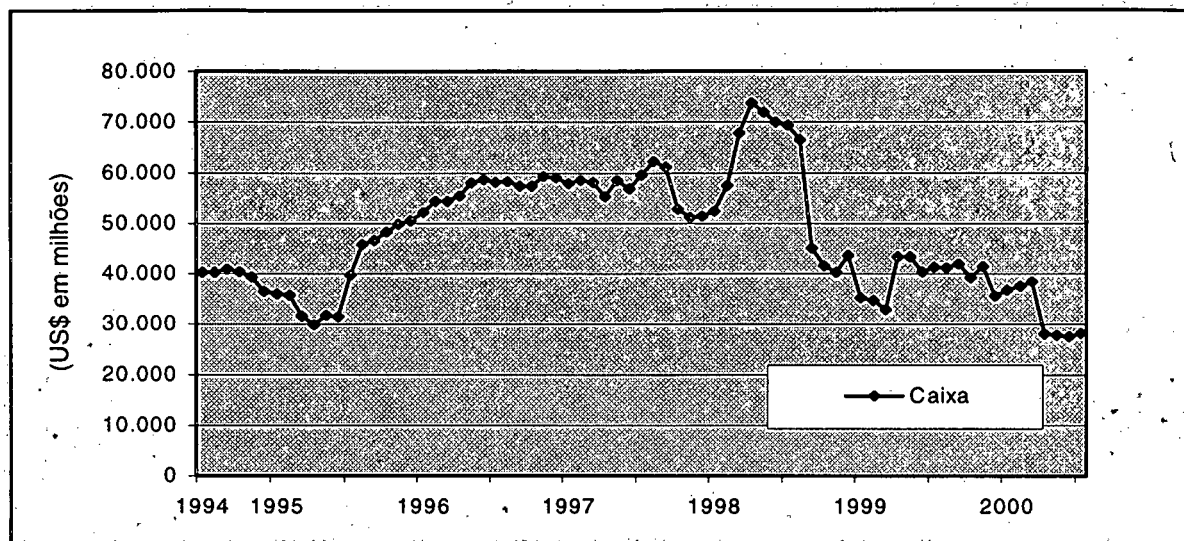
O nível das reservas internacionais, depende do comportamento do balanço de pagamentos, ou seja, a variações das reservas internacionais consiste no resultado do saldo do balanço de pagamentos anteriores e atual. No início do real, a balança comercial registrava um saldo positivo até dezembro de 1994, ou seja, apenas seis meses. Dali em diante, a balança comercial apresentou um déficit na maior parte do período. A recuperação veio somente com uma depreciação considerável do real frente ao dólar, ocorrido em janeiro de 1999, conseqüência de uma grande saída de dólares do país devido a crise externa da Rússia como mostra a figura 9.

Gráfico 9 - Brasil: Câmbio e Balança Comercial (1994/2000)



Por sua vez, as reservas internacionais, que variam de acordo com os resultados do balanço de pagamentos na maior parte do período oscilaram entre patamares de 40 e 50 US\$ bilhões chegando a alcançar 73 US\$ bilhões em abril de 1998. Se por um lado é favorável para o governo ter um nível de reservas muito elevado para sustentar um grande volume de importações, por outro existe a necessidade do governo compensar o aumento da base monetária gerado pelo aumento das reservas através da emissão de títulos públicos como forma de retirar do mercado o excesso de reais em circulação. Por isso, quando as reservas assumem uma quantia muito elevada, elas representam um custo para o governo. Mas, se a balança comercial e a de serviços estiverem em déficit, o governo terá que ter um superávit na conta capital como forma de compensar o déficit em conta corrente e equilibrar o seu balanço de pagamentos.

Em junho de 1998, as reservas passaram a registrar uma tendência de queda gradual estabilizando-se em 1999 em patamares semelhantes ao início do Plano Real. Mas em 2000, as reservas chegam a registrar os patamares mais baixos desde o início do Plano Real ainda conseqüência de uma grande fuga de dólares do país no início de 1999 como mostra a figura 10.

Gráfico 10 - Brasil: Reservas Internacionais (1994/2000)

Fonte: Conjuntura Econômica e Banco Central do Brasil.

Nota: Caixa = conceito operacional do Banco Central, contemplando haveres prontamente disponíveis.

A seguir, serão tratados alguns fatores que restringem ou estimulam o crescimento econômico de um país, dentre eles o endividamento público através do crescimento da dívida mobiliária interna.

4.7. O Endividamento Público e o Crescimento Econômico

Com relação ao crescimento econômico de um país, existem vários fatores que o influenciam. Estes fatores podem estar relacionados a recursos naturais, recursos humanos, capital e tecnologia como também à política econômica do governo. Mas existem outros fatores que também são responsáveis pelo crescimento econômico, entre eles a dívida mobiliária interna. Por isso, existe uma relação direta entre o endividamento público e o crescimento da economia.

No primeiro ano do real, a economia do país cresceu 5,9% e no ano seguinte 4,2%. Em 1996, o crescimento foi de 2,7% e em 1997 foi de 3,3%. Já que em 1998, o crescimento foi de 0,2% e em 1999 foi de 0,8%. O que é notório no período, é a tendência de um crescimento cada vez menor e uma dívida mobiliária interna cada vez maior como verifica-se na tabela 3. Contudo, a previsão de crescimento da economia para o ano 2000, segundo o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística - IBGE, é de 3,89% representando uma recuperação da economia em relação aos dois anos anteriores. Este crescimento, deu-

se principalmente pelo bom desempenho da indústria que teve uma variação acumulada de -2,1% em 1998, -0,7% em 1999 e 6,8% até julho de 2000. O aumento da oferta de crédito no mercado, a redução das taxas de juros e o crescimento das exportações contribuíram para uma recuperação da economia em 2000.

Tabela 3 - Brasil: Produto Interno Bruto e Dívida Mobiliária Interna Real (1994/1999)

ANO	PRODUTO INTERNO BRUTO - PIB				Dívida Mobiliária Interna Real ^{1/} (em R\$ milhões)
	NOMINAL (em R\$ milhões)	Deflator Implícito (%)	REAL (em R\$ milhões)	Variação (%)	
1993	14.097.114.182	1.996,2	672.508.070	-	-
1994	349.204.679.000	2.240,2	14.922.001.496	5,9	61.782
1995	646.191.517.000	77,6	363.846.574.887	4,2	108.486
1996	778.886.727.000	17,4	663.446.956.559	2,7	176.211
1997	870.743.034.000	8,3	804.010.188.366	3,3	255.509
1998	913.735.044.000	4,7	872.717.329.513	0,2	323.860
1999	960.857.736.000	4,3	921.244.233.941	0,8	419.901

Fonte: Banco Central do Brasil; Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística - IBGE.

Obs. ^{1/} Dados deflacionados pelo Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna: IGP-DI / Base: ago.94;

Nota: Dívida mobiliária interna - valores referentes ao último mês de cada ano.

Portanto, a principal consequência quando se financia o déficit público através do endividamento como forma de evitar a emissão de moeda e a volta da inflação, é o crescimento da dívida pública. Para isso, o governo tem que aumentar as suas taxas de juros, em especial a Selic (Sistema Especial de Liquidez e Custódia) como forma de atrair compradores para os seus títulos públicos. Os juros altos, a redução dos gastos do governo e uma política monetária que tem como objetivo segurar o crescimento excessivo da demanda agregada sobre a oferta de bens e serviços, são medidas econômicas que restringem o crescimento econômico de um país.

CAPÍTULO V

5. CONCLUSÃO E RECOMENDAÇÕES

5.1. Conclusão

Nesta pesquisa, procurou-se analisar e identificar as possíveis causas e conseqüências do endividamento mobiliário interno e a política monetária adotada pelo governo após o Plano Real.

A implementação do Plano Real, aconteceu após diversas tentativas fracassadas de estabilização da moeda. Por esse motivo, o plano não poderia cometer alguns erros que planos anteriores haviam cometido e a economia brasileira se ancorou na estabilidade da moeda. Com isso, a política monetária, tornou-se um dos principais fatores determinantes com o propósito de controlar o excesso de liquidez no mercado. Para isso, foram tomadas medidas de tal forma que, com o fim da inflação o impacto proporcionado pelo aumento do poder de compra principalmente da população de baixa renda não permitisse que a expansão da demanda agregada não ultrapassasse a sua oferta e com isso, não permitisse a volta a inflação.

Contudo, estas medidas resultaram em um aumento do endividamento público, pois a necessidade de financiar o déficit orçamentário via emissão de títulos públicos e não mais com a emissão de moeda, a inexistência de um imposto inflacionário que permitia ao governo reduzir o valor real da sua dívida pública, o aumento das importações como forma de aumentar a concorrência e segurar os preços internos e o aumento das taxas de juros para tornar os títulos públicos mais rentáveis no mercado, levaram a dívida mobiliária interna a crescer muito mais rapidamente do que o Produto Interno Bruto - PIB.

Na medida que a dívida pública torna-se mais representativa em relação ao PIB, a necessidade de o governo financiá-la torna-se cada vez maior. No entanto, esta situação requer do país taxas de juros maiores do que as taxas de juros internacionais como forma de compensar o risco de o país não pagar a sua dívida e atrair novos compradores. Por isso, o crescimento da dívida mobiliária interna, impôs ao país sérias restrições e dificuldades ao crescimento econômico. Crises como a do México, Ásia e Rússia, abalaram a nossa economia mas não ao ponto de comprometer a estabilidade da moeda.

Por outro lado, a inexistência de uma inflação elevada após o Plano Real proporcionou às classes, principalmente de baixa renda, um ganho no poder de compra. Porém, o processo inflacionário no Brasil não foi definitivamente controlado, pois o sucesso do Plano Real é apenas parcial. Por isso, é fundamental que o governo atue no sentido de por em prática as reformas estruturais que visem equilibrar as contas públicas de tal forma que os gastos do governo sejam de acordo com as suas receitas, bem como com a sua capacidade de financia-los.

Assim, de acordo com os fundamentos teóricos e na aplicação e análise dos dados pelo presente estudo conclui-se que, conforme a pergunta na formulação da situação-problema, a política monetária adotada pelo governo brasileiro após o Plano Real resultou em um crescimento acelerado da dívida mobiliária interna. Sua principal causa, foi a criação de mais dívida como forma de saldar os déficits orçamentários do governo, tendo como principal consequência a imposição de restrições e dificuldades ao crescimento da economia do país.

5.2. Recomendações

Recomenda-se um estudo aprofundado sobre de que forma o governo poderia reduzir o seu déficit operacional, melhorar o saldo no balanço de pagamentos, especialmente na conta corrente e amortizar parte de sua dívida mobiliária interna mantendo um controle rígido sobre a emissão de moeda e uma depreciação gradual do câmbio sem que tal medidas resultassem em uma forte recessão da economia.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BACHA, Edmar L. *O plano real e outras experiências internacionais de estabilização*. Brasília : IPEA/CEPAL, 1997. 263 p.

BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL. Brasília : vários números.

CARDOSO, Eliana. *Economia brasileira ao alcance de todos*. 17 ed. São Paulo : brasiliense, 1995. 196 p.

CYSNE, Rubens Penha. *Alguns aspectos macro e microeconômicos da economia brasileira pós-real*. Rio de Janeiro : Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas. 1998. p. 2-8. 32 p.

CONJUNTURA ECONÔMICA. Rio de Janeiro : Fundação Getúlio Vargas, vários números.

DORNBUSH, Rudiger; FISCHER, Stanley. *Macroeconomia*. 5 ed. São Paulo : McGraw-Hill, 1991. 930 p.

FILELLINI, Alfredo. *Economia do setor público*. São Paulo : Atlas, 1994. 202 p.

GIAMBIAGI, Fábio; ALÉM, Ana Claudia. *Finanças públicas: Teoria e prática no Brasil*. Rio de Janeiro : Campus, 1999. 380 p. V. 6: A dinâmica da dívida pública e o caso brasileiro. p. 149-169.

KEYNES, John Maynard. *A teoria geral do juro do emprego e da moeda; Inflação e deflação*. São Paulo : Nova Cultural, 1985. 329 p. V. 15: Os incentivos psicológicos e empresariais para liquidez. p. 139-141.

LOPES, João do Carmo; ROSSETTI, José Paschoal. *Economia monetária*. 7 ed. rev., ampl. e atual. São Paulo : 1998. 494 p.

MARINHO, Henrique. *Política monetária no Brasil*. 5 ed. Rio de Janeiro : Campus, 1986. 197 p.

MEURER, Roberto; SAMOHYL, Robert Wayne. *Comportamento da base monetária e seus fatores condicionantes no Brasil no período de janeiro de 1992 a março de 1996*. Revista de Economia Política, São Paulo, vol. 17, n. 3 (67), jul-set. 1997.

SACHS, Jeffrey; LARRAIN, Felipe. *Macroeconomia*. São Paulo : Makron Books, 1995. 904 p. V. 9: O processo de oferta da moeda. p. 282-318.

SANDRONI, Paulo. *Dicionário de economia*. São Paulo : Nova Cultural. 1996. p. 151. 331 p.

SILVA, José Cláudio Ferreira da. *Modelos de análise macroeconômica*. Rio de Janeiro : Campus, 1998. 370 p. p. 37-59 : Existência da moeda e o mercado monetário.

ANEXOS

Anexo 1 - Brasil: Inflação e Juros (1994/2000)

PERÍODO	INFLAÇÃO (IGP-DI)		TAXA DE JUROS (Selic)	TAXA DE JUROS REAL	
	ÍNDICE ¹	VARIAÇÃO (%)	(%)	(%)	
1994	Jun.	77,6005	46,58	-	-
	Jul.	96,7678	24,71	6,87	-14,31
	Ago.	100,000	3,34	4,17	0,80
	Set.	101,549	1,55	3,83	2,25
	Out.	104,143	2,55	3,62	1,04
	Nov.	106,720	2,47	4,07	1,56
	Dez.	107,325	0,57	3,80	3,21
1995	Jan.	108,785	1,36	3,37	1,98
	Fev.	110,039	1,15	3,25	2,08
	Mar.	112,035	1,81	4,26	2,41
	Abr.	114,614	2,30	4,26	1,92
	Mai.	115,071	0,40	4,25	3,83
	Jun.	118,090	2,62	4,04	1,38
	Jul.	120,733	2,24	4,02	1,74
	Ago.	122,289	1,29	3,84	2,52
	Set.	120,967	-1,08	3,32	4,45
	Out.	121,241	0,23	3,09	2,85
	Nov.	122,85	1,33	2,88	1,53
	Dez.	123,187	0,27	2,78	2,50
1996	Jan.	125,397	1,79	2,58	0,78
	Fev.	126,353	0,76	2,35	1,58
	Mar.	126,627	0,22	2,22	2,00
	Abr.	127,509	0,70	2,07	1,36
	Mai.	129,655	1,68	2,01	0,32
	Jun.	131,240	1,22	1,98	0,75
	Jul.	132,674	1,09	1,93	0,83
	Ago.	132,679	0,00	1,97	1,97
	Set.	132,849	0,13	1,90	1,77
	Out.	133,517	0,22	1,86	1,64
	Nov.	133,517	0,28	1,80	1,52
	Dez.	134,689	0,88	1,80	0,91
1997	Jan.	136,814	1,58	1,73	0,15
	Fev.	137,390	0,42	1,67	1,24
	Mar.	138,990	1,16	1,64	0,47
	Abr.	139,807	0,59	1,66	1,06
	Mai.	140,229	0,30	1,58	1,28
	Jun.	141,207	0,70	1,61	0,90
	Jul.	141,330	0,09	1,60	1,51
	Ago.	141,268	-0,04	1,59	1,63
	Set.	142,101	0,59	1,59	0,99
	Out.	142,587	0,34	1,67	1,33
	Nov.	143,771	0,83	3,04	2,19
	Dez.	144,765	0,69	2,97	2,26

Anexo 1 - Brasil: Inflação e Juros (1994/2000) – Continuação

PERÍODO	INFLAÇÃO (IGP-DI)		TAXA DE JUROS (Selic)	TAXA DE JUROS REAL	
	ÍNDICE ¹	VARIAÇÃO (%)	(%)	(%)	
1998	Jan.	146,038	0,88	2,67	1,77
	Fev.	146,087	0,02	2,13	2,11
	Mar.	146,408	0,23	2,20	1,97
	Abr.	146,211	-0,13	1,71	1,84
	Mai.	146,500	0,23	1,63	1,40
	Jun.	146,951	0,28	1,60	1,32
	Jul.	146,398	-0,38	1,70	2,09
	Ago.	146,144	-0,17	1,48	1,65
	Set.	146,111	-0,02	2,49	2,51
	Out.	146,063	-0,03	2,94	2,97
	Nov.	145,797	-0,18	2,63	2,82
	Dez.	147,231	0,98	2,40	1,41
1999	Jan.	148,921	1,15	2,17	1,01
	Fev.	155,528	4,44	2,77	-1,60
	Mar.	158,600	1,98	3,03	1,03
	Abr.	158,647	0,03	2,59	2,56
	Mai.	158,100	-0,34	2,01	2,36
	Jun.	159,711	1,02	1,66	0,63
	Jul.	162,253	1,59	1,58	-0,01
	Ago.	164,612	1,45	1,49	0,04
	Set.	167,028	1,47	1,48	0,01
	Out.	170,182	1,89	1,38	-0,50
	Nov.	174,960	2,53	1,39	-1,11
	Dez.	176,647	1,23	1,60	0,37
2000	Jan.	178,454	1,02	1,46	0,44
	Fev.	178,800	0,19	1,45	1,26
	Mar.	179,128	0,18	1,45	1,27
	Abr.	179,357	0,13	1,30	1,17
	Mai.	180,563	0,67	1,49	0,81
	Jun.	182,236	0,93	1,39	0,46
	Jul.	186,353	2,26	1,31	-0,93

Fonte: Conjuntura Econômica e Fundação Getúlio Vargas - FGV.

¹ Base: ago.94=100

Anexo 2 - Brasil: Déficit Público e Dívida Mobiliária Interna (1994/2000)

PERÍODO		DÉFICIT PÚBLICO / PIB			DÍVIDA MOBILIÁRIA INTERNA Federal (em R\$ milhões)	
		Nominal	Primário	Operacional	Nominal	Deflacionada
1994	Jul.	-	-	-	59.523	61.511
	Ago.	-	-	-	60.399	60.399
	Set.	-	-	-	62.494	61.541
	Out.	-	-	-	65.136	62.545
	Nov.	-	-	-	64.561	60.496
	Dez.	-	-	-	61.782	57.565
1995	Jan.	0,25	-6,49	-2,16	63.397	58.277
	Fev.	5,87	-0,62	3,19	65.053	59.118
	Mar.	4,69	-2,47	1,65	65.346	58.326
	Abr.	4,50	-3,04	1,63	66.388	57.923
	Mai.	4,22	-3,39	1,36	68.907	59.882
	Jun.	5,49	-2,20	2,33	69.503	58.856
	Jul.	5,93	-1,88	2,70	82.233	68.111
	Ago.	6,17	-1,72	3,33	92.300	75.477
	Set.	6,35	-1,50	3,95	98.478	81.409
	Out.	6,36	-1,46	4,02	103.213	85.130
	Nov.	6,49	-0,98	4,45	109.047	88.764
	Dez.	7,18	-0,37	4,99	108.486	88.066
1996	Jan.	7,96	2,59	5,56	116.649	93.024
	Fev.	7,40	0,34	5,14	127.340	100.781
	Mar.	7,19	-2,13	5,13	133.585	105.495
	Abr.	7,62	-0,48	5,48	137.787	108.061
	Mai.	7,75	-0,50	5,49	151.236	116.645
	Jun.	7,55	0,22	5,39	154.263	117.543
	Jul.	7,31	0,19	5,31	160.432	120.922
	Ago.	7,12	0,86	5,13	163.236	123.031
	Set.	6,92	0,81	4,80	162.507	122.325
	Out.	6,81	0,84	4,78	169.270	126.778
	Nov.	6,36	0,50	4,35	175.176	131.201
	Dez.	5,73	-0,06	3,60	176.211	130.828
1997	Jan.	5,51	-0,15	3,39	179.590	131.266
	Fev.	5,37	-0,22	3,31	181.093	131.809
	Mar.	5,67	0,11	3,28	187.064	134.588
	Abr.	5,24	-0,24	3,03	189.560	135.587
	Mai.	4,65	-0,77	2,66	193.169	137.753
	Jun.	4,11	-0,66	2,87	194.948	138.058
	Jul.	4,10	-0,56	3,03	197.793	139.951
	Ago.	3,56	-0,83	2,65	203.206	143.844
	Set.	3,55	-0,86	2,64	210.048	147.816
	Out.	3,66	-0,12	3,03	210.410	147.566
	Nov.	3,35	-0,06	3,18	208.353	144.920
	Dez.	4,22	0,92	4,33	255.509	176.499

Anexo 2 - Brasil: Déficit Público e Dívida Mobiliária Interna (1994/2000) – Continuação

PERÍODO	DÉFICIT PÚBLICO / PIB			DÍVIDA MOBILIÁRIA INTERNA Federal (em R\$ milhões)	
	Nominal	Primário	Operacional	Nominal	Deflacionada
1998 Jan.	6,19	0,82	4,53	266.074	182.195
Fev.	6,52	0,97	5,03	271.450	185.814
Mar.	6,50	0,80	5,26	287.814	196.584
Abr.	6,73	0,81	5,56	290.893	198.954
Mai.	7,01	0,94	5,90	294.260	200.860
Jun.	7,78	1,47	6,79	297.002	202.110
Jul.	7,77	1,29	6,88	304.873	208.249
Ago.	7,79	1,13	7,03	302.278	206.836
Set.	8,31	1,23	7,71	292.729	200.347
Out.	8,38	0,86	7,95	314.325	215.198
Nov.	8,76	0,99	8,41	319.927	219.433
Dez.	8,03	-0,01	7,50	323.860	219.967
1999 Jan.	13,23	-0,27	11,92	364.478	244.746
Fev.	13,93	-0,50	11,47	379.522	244.022
Mar.	12,25	-0,70	9,39	365.649	230.548
Abr.	11,92	-0,71	9,20	365.297	230.258
Mai.	12,33	-0,88	9,58	372.975	235.911
Jun.	11,81	-1,61	8,58	383.133	239.891
Jul.	11,76	-2,04	7,89	384.203	236.793
Ago.	12,52	-2,13	8,11	401.985	244.202
Set.	11,30	-2,88	6,31	403.359	241.492
Out.	11,08	-3,07	5,29	411.840	242.000
Nov.	10,13	-3,26	3,86	412.568	235.807
Dez.	9,50	-3,07	3,25	419.901	237.706
2000 Jan.	4,55	-3,13	-1,03	432.004	242.081
Fev.	3,60	-3,25	-0,94	434.644	243.089
Mar.	4,57	-3,31	0,35	438.793	244.961
Abr.	4,83	-3,51	0,37	477.701	266.341
Mai.	4,16	-3,82		498.339	275.992
Jun.	3,90	-3,59		504.521	276.850
Jul.				506.160	271.614

Fonte: Conjuntura Econômica; Ministério da Fazenda e Banco Central do Brasil.

Obs. Dados deflacionados pelo Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna: IGP-DI / Base: ago.94.

Anexo 3 - Brasil: Base Monetária, M1, Multiplicador Monetário e M2 (1994/2000)

PERÍODO		MEIOS DE PAGAMENTOS (SalDOS em R\$ milhões)						
		BASE MONETÁRIA		M1 (saldos)		Multiplicador Monetário	M2 (saldos)	
		Nominal	Deflac.	Nominal	Deflac.	M1/BM	Nominal	Deflac.
1994	Jul.	6.495	6.712	10.076	10.413	1,551	70.093	72.434
	Ago.	9.070	9.070	12.199	12.199	1,345	71.623	71.623
	Set.	11.233	11.062	14.658	14.434	1,305	69.882	68.816
	Out.	12.835	12.324	16.262	15.615	1,267	70.874	68.055
	Nov.	14.010	13.128	16.821	15.762	1,201	70.727	66.273
	Dez.	17.265	16.087	20.860	19.436	1,208	75.538	70.382
1995	Jan.	16.863	15.501	19.498	17.923	1,156	68.410	62.886
	Fev.	15.801	14.359	18.905	17.180	1,196	71.911	65.350
	Mar.	15.661	13.979	18.064	16.124	1,153	68.032	60.724
	Abr.	14.535	12.682	17.604	15.359	1,211	68.882	60.099
	Mai.	14.433	12.543	17.105	14.865	1,185	69.421	60.329
	Jun.	14.666	12.419	17.690	14.980	1,206	73.929	62.604
	Jul.	15.382	12.741	18.583	15.392	1,208	81.778	67.735
	Ago.	14.981	12.250	18.446	15.084	1,231	88.888	72.687
	Set.	15.019	12.416	19.154	15.834	1,275	91.834	75.917
	Out.	16.262	13.413	20.448	16.866	1,257	93.213	76.882
	Nov.	16.743	13.629	21.250	17.298	1,269	100.649	81.928
	Dez.	20.746	16.841	26.585	21.581	1,281	107.157	86.987
1996	Jan.	20.510	16.356	25.245	20.132	1,231	108.711	86.693
	Fev.	18.478	14.624	24.106	19.078	1,305	114.161	90.351
	Mar.	18.028	14.237	23.443	18.513	1,300	118.272	93.402
	Abr.	17.442	13.679	23.831	18.690	1,366	122.722	96.246
	Mai.	17.605	13.578	23.448	18.085	1,332	130.379	100.558
	Jun.	17.449	13.295	23.955	18.253	1,373	134.702	102.638
	Jul.	17.699	13.340	24.313	18.325	1,374	140.621	105.990
	Ago.	16.846	12.697	23.527	17.732	1,397	143.985	108.521
	Set.	17.243	12.979	24.269	18.268	1,407	148.837	112.035
	Out.	17.653	13.222	25.039	18.753	1,418	150.274	112.550
	Nov.	16.859	12.627	24.333	18.225	1,443	157.201	117.739
	Dez.	20.106	14.928	28.993	21.526	1,442	166.687	123.757
1997	Jan.	20.620	15.072	30.175	22.055	1,463	173.956	127.148
	Fev.	22.610	16.457	36.146	26.309	1,599	178.242	129.734
	Mar.	24.697	17.769	36.889	26.541	1,494	180.896	130.150
	Abr.	24.672	17.647	36.408	26.042	1,476	184.012	131.619
	Mai.	24.450	17.436	36.563	26.074	1,495	185.466	132.259
	Jun.	24.707	17.497	36.759	26.032	1,488	187.692	132.920
	Jul.	25.794	18.251	36.989	26.172	1,434	192.760	136.390
	Ago.	24.986	17.687	37.892	26.823	1,517	194.714	137.833
	Set.	26.151	18.403	38.792	27.299	1,483	199.579	140.449
	Out.	26.656	18.695	39.767	27.890	1,492	200.180	140.391
	Nov.	26.017	18.096	39.226	27.284	1,508	195.780	136.175
	Dez.	32.283	22.300	45.628	31.519	1,413	202.798	140.088

Anexo 3 - Brasil: Base Monetária, M1, Multiplicador Monetário e M2
(1994/2000) – Continuação

PERÍODO		MEIOS DE PAGAMENTOS (Saldos em R\$ milhões)						
		BASE MONETÁRIA		M1 (saldos)		Multiplicador Monetário	M2 (saldos)	
		Nominal	Deflac.	Nominal	Deflac.	M1/BM	Nominal	Deflac.
1998	Jan.	33.581	22.995	44.554	30.508	1,327	201.420	137.923
	Fev.	31.934	21.860	42.605	29.164	1,334	208.117	142.461
	Mar.	30.855	21.075	41.426	28.295	1,343	217.145	148.315
	Abr.	30.854	21.102	41.629	28.472	1,349	221.464	151.469
	Mai.	32.353	22.084	41.611	28.403	1,286	226.334	154.494
	Jun.	33.109	22.531	42.412	28.861	1,281	230.604	156.926
	Jul.	33.479	22.868	43.062	29.414	1,286	237.659	162.338
	Ago.	33.935	23.220	43.389	29.689	1,279	238.244	163.020
	Set.	34.604	23.683	43.447	29.736	1,256	224.649	153.752
	Out.	34.840	23.853	43.017	29.451	1,235	227.503	155.757
	Nov.	33.440	22.936	42.680	29.274	1,276	241.097	165.365
	Dez.	39.285	26.683	48.981	33.268	1,247	252.023	171.175
1999	Jan.	39.111	26.263	47.983	32.220	1,227	261.576	175.647
	Fev.	39.178	25.190	48.386	31.111	1,235	263.210	169.236
	Mar.	37.617	23.718	46.572	29.364	1,238	265.575	167.450
	Abr.	36.459	22.981	44.980	28.352	1,234	268.809	169.438
	Mai.	35.506	22.458	44.228	27.975	1,246	274.591	173.682
	Jun.	36.543	22.881	45.366	28.405	1,241	287.053	179.733
	Jul.	39.054	24.070	47.823	29.474	1,225	295.032	181.835
	Ago.	39.051	23.723	48.034	29.180	1,230	311.041	188.954
	Set.	39.041	23.374	47.542	28.463	1,218	316.657	189.583
	Out.	37.012	21.748	49.046	28.820	1,325	326.378	191.782
	Nov.	37.962	21.698	50.079	28.623	1,319	337.262	192.765
	Dez.	45.407	25.705	59.032	33.418	1,300	347.833	196.909
2000	Jan.	45.753	25.639	58.092	32.553	1,270	357.352	200.249
	Fev.	42.197	23.600	54.458	30.457	1,291	368.495	206.093
	Mar.	40.906	22.836	53.465	29.847	1,307	372.303	207.842
	Abr.	38.549	21.493	53.759	29.973	1,395	380.125	211.938
	Mai.	38.460	21.300	54.018	29.916	1,405	388.647	215.242
	Jun.	37.924	20.810	54.674	30.002	1,442	400.743	219.903
	Jul.	37.141	56.600	30.372	14.274	1,524	405.669	217.688

Fonte: Conjuntura Econômica e Banco Central do Brasil.

^a Média dos saldos diários; ^b Média dos saldos em fim do período.

Obs. Dados deflacionados pelo Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna: IGP-DI / Base: ago.94.

Notas: base monetária = papel moeda emitido + reservas bancárias.

M1 = papel moeda em poder do público + depósitos à vista.

M2 = M1 + títulos públicos federais, estaduais e municipais e fundos de investimentos.

Anexo 4 - Brasil: M3, M4 e Recolhimento Compulsório (1994/2000)

PERÍODO		MEIOS DE PAGAMENTOS (Saldos em R\$ milhões)				
		M3 ^a		M4 ^a		Recolhimento Compulsório
		Nominal	Deflac.	Nominal	Deflac.	DC=RB/DV
1994	Jul.	110.205	113.886	152.003	157.080	0,37
	Ago.	112.774	112.774	158.242	158.242	0,51
	Set.	111.055	109.361	158.760	156.338	0,56
	Out.	112.927	108.435	165.851	159.253	0,59
	Nov.	113.619	106.465	170.168	159.453	0,64
	Dez.	117.483	109.465	175.136	163.183	0,62
1995	Jan.	114.014	104.807	181.743	167.066	0,67
	Fev.	118.065	107.294	189.914	172.588	0,62
	Mar.	115.191	102.817	188.176	167.962	0,67
	Abr.	118.479	103.372	190.603	166.300	0,59
	Mai.	122.249	106.238	192.703	167.464	0,62
	Jun.	129.418	109.593	199.690	169.100	0,59
	Jul.	139.133	115.240	211.879	175.494	0,59
	Ago.	147.075	120.268	223.070	182.412	0,55
	Set.	150.250	124.207	229.587	189.793	0,50
	Out.	152.337	125.648	233.721	192.774	0,54
	Nov.	160.389	130.557	241.794	196.821	0,52
	Dez.	170.792	138.644	250.616	203.444	0,50
1996	Jan.	172.945	137.918	254.216	202.729	0,56
	Fev.	178.910	141.595	260.528	206.191	0,48
	Mar.	183.023	144.537	265.324	209.532	0,49
	Abr.	187.396	146.967	268.614	210.663	0,43
	Mai.	194.610	150.098	276.247	213.063	0,45
	Jun.	198.789	151.470	280.776	213.941	0,40
	Jul.	204.476	154.119	286.140	215.671	0,39
	Ago.	207.738	156.572	289.887	218.487	0,34
	Set.	213.101	160.408	297.387	223.853	0,32
	Out.	215.491	161.396	303.175	227.068	0,32
	Nov.	224.189	167.910	312.351	233.941	0,26
	Dez.	238.712	177.232	322.140	239.173	0,23
1997	Jan.	250.376	183.005	326.500	238.645	0,27
	Fev.	256.295	186.546	331.473	241.264	0,30
	Mar.	260.260	187.251	336.382	242.019	0,38
	Abr.	264.261	189.018	339.873	243.102	0,40
	Mai.	266.544	190.078	343.370	244.864	0,39
	Jun.	269.940	191.166	351.302	248.785	0,39
	Jul.	275.692	195.070	357.862	253.210	0,43
	Ago.	279.049	197.532	363.346	257.203	0,38
	Set.	285.462	200.887	373.821	263.067	0,41
	Out.	287.547	201.664	380.365	266.760	0,41
	Nov.	288.397	200.595	383.022	266.411	0,39
	Dez.	299.860	207.136	392.754	271.305	0,44

Anexo 4 - Brasil: M3, M4 e Depósito Compulsório (1994/2000) – Continuação

PERÍODO		MEIOS DE PAGAMENTO (Saldos em R\$ milhões)				
		M3 ^a		M4 ^a		Recolhimento Compulsório
		Nominal	Deflac.	Nominal	Deflac.	DC=RB/DV
1998	Jan.	300.832	205.996	397.335	272.076	0,53
	Fev.	305.990	209.457	406.143	278.014	0,52
	Mar.	314.323	214.690	417.186	284.948	0,52
	Abr.	318.559	217.876	418.882	286.491	0,51
	Mai.	323.720	220.969	425.201	290.240	0,57
	Jun.	329.497	224.222	431.146	293.394	0,57
	Jul.	337.935	230.833	438.719	299.676	0,56
	Ago.	339.719	232.455	439.303	300.596	0,57
	Set.	327.710	224.288	423.481	289.835	0,58
	Out.	332.098	227.366	428.447	293.330	0,59
	Nov.	347.302	238.209	443.254	304.021	0,54
	Dez.	359.445	244.137	453.348	307.916	0,55
1999	Jan.	369.854	248.356	463.487	311.230	0,59
	Fev.	373.516	240.160	472.119	303.559	0,58
	Mar.	376.679	237.503	477.487	301.064	0,58
	Abr.	380.296	239.712	479.152	302.024	0,59
	Mai.	387.030	244.801	485.717	307.221	0,58
	Jun.	399.027	249.843	498.905	312.380	0,58
	Jul.	406.623	250.610	503.959	310.601	0,61
	Ago.	422.037	256.383	513.577	311.992	0,61
	Set.	426.937	255.608	518.921	310.679	0,62
	Out.	436.232	256.333	529.355	311.052	0,51
	Nov.	447.344	255.684	540.658	309.018	0,52
	Dez.	458.565	259.594	550.204	311.471	0,51
2000	Jan.	469.379	263.025	560.947	314.337	0,55
	Fev.	479.786	268.337	572.144	319.991	0,54
	Mar.	482.980	269.628	574.599	320.776	0,52
	Abr.	490.500	273.477	580.473	323.641	0,45
	Mai.	498.509	276.086	586.122	324.608	0,44
	Jun.	511.211	280.521	596.464	327.303	0,41
	Jul.	516.088	276.941	601.912	322.996	

Fonte: Conjuntura Econômica e Banco Central do Brasil.

^a Média dos saldos em fim do período

Obs. Dados deflacionados pelo ^b Média dos saldos em fim do período./ Base: ago.94.

Notas: M3 = M2 + poupança. M4 = M3 + títulos privados.

Anexo 5 - Brasil: Títulos Públicos Federais (1994/2000)

PERÍODO		TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS (em R\$ milhões)		
		Fora do Banco Central do Brasil		
		Nominal	Deflacionado	(%)
1994	Jul.	59.523	61.511	-
	Ago.	60.399	60.399	-1,81
	Set.	62.494	61.541	1,89
	Out.	65.136	62.545	1,63
	Nov.	64.561	60.496	-3,28
	Dez.	61.782	57.565	-4,84
1995	Jan.	63.397	58.277	1,24
	Fev.	65.053	59.118	1,44
	Mar.	65.346	58.326	-1,34
	Abr.	66.388	57.923	-0,69
	Mai.	68.907	59.882	3,38
	Jun.	69.503	58.856	-1,71
	Jul.	82.233	68.111	15,73
	Ago.	92.300	75.477	10,81
	Set.	98.478	81.409	7,86
	Out.	103.213	85.130	4,57
	Nov.	109.047	88.764	4,27
	Dez.	108.486	88.066	-0,79
1996	Jan.	116.662	93.034	5,64
	Fev.	127.353	100.791	8,34
	Mar.	133.600	105.507	4,68
	Abr.	138.011	108.236	2,59
	Mai.	151.260	116.663	7,79
	Jun.	154.287	117.561	0,77
	Jul.	160.457	120.941	2,87
	Ago.	163.260	123.049	1,74
	Set.	162.535	122.346	-0,57
	Out.	169.306	126.805	3,64
	Nov.	175.212	131.228	3,49
	Dez.	176.248	130.856	-0,28
1997	Jan.	179.590	131.266	0,31
	Fev.	181.093	131.809	0,41
	Mar.	187.064	134.588	2,11
	Abr.	189.560	135.587	0,74
	Mai.	193.169	137.753	1,60
	Jun.	194.948	138.058	0,22
	Jul.	197.793	139.951	1,37
	Ago.	203.206	143.844	2,78
	Set.	210.048	147.816	2,76
	Out.	210.410	147.566	-0,17
	Nov.	208.353	144.920	-1,79
	Dez.	254.491	175.796	21,31

Anexo 5 - Brasil: Títulos Públicos Federais (1994/2000) – Continuação

PERÍODO		TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAIS (em R\$ milhões)		
		Fora do Banco Central do Brasil		
		Nominal	Deflacionado	(%)
1998	Jan.	266.074	182.195	3,64
	Fev.	271.450	185.814	1,99
	Mar.	287.814	196.584	5,80
	Abr.	290.893	198.954	1,21
	Mai.	294.260	200.860	0,96
	Jun.	297.002	202.110	0,62
	Jul.	304.873	208.249	3,04
	Ago.	302.278	206.836	-0,68
	Set.	292.729	200.347	-3,14
	Out.	314.325	215.198	7,41
	Nov.	319.927	219.433	1,97
	Dez.	323.860	219.967	0,24
1999	Jan.	364.478	244.746	11,26
	Fev.	379.522	244.022	-0,30
	Mar.	365.649	230.548	-5,52
	Abr.	365.297	230.258	-0,13
	Mai.	372.975	235.911	2,46
	Jun.	383.133	239.891	1,69
	Jul.	384.203	236.793	-1,29
	Ago.	401.985	244.202	3,13
	Set.	403.359	241.492	-1,11
	Out.	411.840	242.000	0,21
	Nov.	412.568	235.807	-2,56
	Dez.	419.901	237.706	0,81
2000	Jan.	432.004	242.081	1,84
	Fev.	434.644	243.089	0,42
	Mar.	438.793	244.961	0,77
	Abr.	477.701	266.341	8,73
	Mai.	498.339	275.992	3,62
	Jun.	504.521	276.850	0,31
	Jul.	506.397	271.741	-1,85

Fonte: Conjuntura Econômica; Ministério da Fazenda e Banco Central do Brasil.

Obs. Dados deflacionados pelo Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna: IGP-DI / Base: ago.94.

¹ Títulos do Banco Central + títulos do Tesouro Nacional

**Anexo 6 - Brasil: Balança Comercial, Reservas Internacionais e Taxa de Câmbio
(1994/2000)**

PERÍODO	SETOR EXTERNO				Câmbio ³ (Comercial)
	Balança Comercial (em US\$ milhões)		Reservas Internacionais ²		
	Exportação	Importação	Caixa ¹	(%)	R\$/US\$
1994 Jul.	3.738	2.514	40.317	-	0,8986
Ago.	4.282	2.776	40.204	-0,28	0,8980
Set.	4.162	2.641	40.873	1,66	0,8660
Out.	3.842	3.186	40.441	-1,06	0,8450
Nov.	3.706	4.115	39.351	-2,70	0,8420
Dez.	3.714	4.523	36.471	-7,32	0,8500
1995 Jan.	2.980	3.284	35.929	-1,49	0,8470
Fev.	2.952	4.047	35.750	-0,50	0,8410
Mar.	3.799	4.734	31.530	-11,80	0,8900
Abr.	3.394	3.861	29.918	-5,11	0,9070
Mai.	4.205	4.895	31.664	5,84	0,8980
Jun.	4.119	4.895	31.492	-0,54	0,9140
Jul.	4.004	4.001	39.780	26,32	0,9290
Ago.	4.558	4.230	45.776	15,07	0,9420
Set.	4.167	3.686	46.614	1,83	0,9530
Out.	4.405	4.071	48.231	3,47	0,9597
Nov.	4.048	4.033	49.797	3,25	0,9632
Dez.	3.875	3.926	50.449	1,31	0,9685
1996 Jan.	3.473	3.440	52.176	3,42	0,9745
Fev.	3.405	3.434	54.411	4,28	0,9812
Mar.	3.408	3.877	54.331	-0,15	0,9861
Abr.	4.271	4.074	55.429	2,02	0,9901
Mai.	4.506	4.237	58.058	4,74	0,9951
Jun.	3.840	4.167	58.639	1,00	1,0013
Jul.	4.459	4.793	58.098	-0,92	1,0070
Ago.	4.381	4.672	58.287	0,33	1,0134
Set.	4.115	4.770	57.381	-1,55	1,0194
Out.	4.188	5.496	57.325	-0,10	1,0251
Nov.	3.912	4.765	59.233	3,33	1,0303
Dez.	3.789	5.561	59.039	-0,33	1,0374
1997 Jan.	3.684	3.878	57.806	-2,09	1,0427
Fev.	3.146	4.551	58.524	1,24	1,0489
Mar.	3.826	4.703	58.120	-0,69	1,0570
Abr.	4.629	5.550	55.288	-4,87	1,0611
Mai.	4.658	4.758	58.459	5,74	1,0683
Jun.	4.843	5.189	56.795	-2,85	1,0746
Jul.	5.238	5.948	59.493	4,75	1,0807
Ago.	5.073	5.322	62.266	4,66	1,0880
Set.	1.588	5.660	61.161	-1,77	1,0937
Out.	7.793	5.556	52.852	-13,59	1,1000
Nov.	3.974	5.239	51.174	-3,17	1,1072
Dez.	4.534	5.004	51.359	0,36	1,1138

**Anexo 6 - Brasil: Balança Comercial, Reservas Internacionais e Taxa de Câmbio
(1994/2000) – Continuação**

PERÍODO	SETOR EXTERNO				Câmbio ³ (Comercial)	
	Balança Comercial (em US\$ milhões)		Reservas Internacionais ²			
	Exportação	Importação	CAIXA ¹	(%)	R\$/US\$	
1998	Jan.	3.914	4.577	52.479	2,18	1,1198
	Fev.	3.714	3.800	57.417	9,41	1,1274
	Mar.	4.273	5.039	67.772	18,03	1,1338
	Abr.	4.572	4.797	73.849	8,97	1,1411
	Mai.	4.609	4.913	71.951	-2,57	1,1483
	Jun.	4.886	4.844	70.060	-2,63	1,1546
	Jul.	4.970	5.394	69.368	-0,99	1,1615
	Ago.	3.985	4.630	66.480	-4,16	1,1717
	Set.	4.537	5.337	44.986	-32,33	1,1809
	Out.	4.014	5.037	41.562	-7,61	1,1884
	Nov.	3.702	4.696	40.289	-3,06	1,1938
	Dez.	3.944	4.530	43.617	8,26	1,2054
1999	Jan.	2.946	3.646	35.177	-19,35	1,5019
	Fev.	3.267	3.164	34.643	-1,52	1,9137
	Mar.	3.829	4.052	32.873	-5,11	1,8968
	Abr.	3.705	3.669	43.380	31,96	1,6941
	Mai.	4.386	4.076	43.362	-0,04	1,6835
	Jun.	4.313	4.457	40.417	-6,79	1,7654
	Jul.	4.117	4.023	41.346	2,30	1,8003
	Ago.	4.277	4.458	41.126	-0,53	1,8808
	Set.	4.187	4.254	41.943	1,99	1,8981
	Out.	4.304	4.458	39.255	-6,41	1,9695
	Nov.	4.002	4.531	41.379	5,41	1,9299
	Dez.	4.673	4.424	35.554	-14,08	1,8428
2000	Jan.	3.453	3.547	36.771	3,42	1,8037
	Fev.	4.123	4.045	37.590	2,23	1,7753
	Mar.	4.472	4.430	38.429	2,23	1,7420
	Abr.	4.181	3.998	28.031	-27,06	1,7682
	Mai.	5.063	4.671	27.888	-0,51	1,8279
	Jun.	4.861	4.603	27.581	-1,10	1,8083
	Jul.	5.003	4.885	28.265	2,48	1,7978

Fonte: Conjuntura Econômica e Banco Central do Brasil.

¹ Conceito operacional do Banco Central, contemplando haveres prontamente disponíveis.

² Dados acumulados