

# Dissertação de Mestrado: Política Monetária no Brasil, 1950 - 2005: Objetivos e Procedimentos Operacionais

João Paulo J. Brunet

EPGE - FGV - Orientador: Fernando de H. Barbosa

September 20, 2006

## Abstract

This dissertation shows that Brazilian monetary policy had two main objectives in the last fifty years: before 1994 the main goal was to finance the public deficit and since 1994 to control the inflation rate. This dissertation also explains the main aspects of the monetary policy instruments and procedures of the Central Bank. In particular, it describes how day-to-day monetary policy was implemented in different environments. We estimate the Laffer Curve for Brazil and we identify the interest rate stochastic processes at different periods.

*"Facts are stubborn things; and whatever may be our wishes, our inclinations or the dictates of our passions, they cannot alter the state of facts and evidence" – John Adams*

*Palavras chaves: Objetivos de Política Monetária, Imposto Inflacionário, Procedimentos Operacionais de Política Monetária, Mercado Interbancário de Reservas.*

*Classificação JEL: E4, E5*

# **Livros Grátis**

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

### *Agradecimentos*

A conclusão desta dissertação só foi possível com a ajuda de vários amigos. Agradeço especialmente ao amigo (e nas horas vagas meu professor) Fernando de Holanda Barbosa, por todo estímulo intelectual e confiança depositados desde o início. Ao ex-presidente do Banco Central do Brasil, Carlos Brandão, pela conversa que deu início à minha exploração do tema e ao Joaquim José Alves, por toda a ajuda nas minhas visitas ao Banco Central.

Não posso deixar de agradecer também à todos meus colegas da EPGE, que tornaram estes dois últimos anos ainda mais inesquecíveis.

Por último, agradeço a meus pais, Marcos e Janet, e à meu irmão, Marquinho, sempre presentes em todos os momentos especiais.

## **Sumário**

1. Introdução
2. Objetivos de Política Monetária no Brasil
  - 2.1** Objetivos da Política Monetária até 1994: Financiamento do Estado
  - 2.2** Objetivos da Política Monetária depois de 1994: Controle da Inflação
  - 2.3** Imposto Inflacionário: 1947 / 2003
  - 2.4** Análise da Curva de Laffer no Brasil
3. Procedimentos Operacionais da Política Monetária no Brasil
  - 3.1** Até 1945
  - 3.2** De 1945 até 1964
  - 3.3** De 1964 até 1971
  - 3.4** De 1971 até 1981 - BB / Selic
  - 3.5** De 1981 até 1986
  - 3.6** De 1986 até 2006
  - 3.7** Taxa de Juros - Selic: O Processo Estocástico
4. Conclusão

## 1 Introdução

Quando se considera qual é a melhor maneira de atingir os objetivos de política monetária, o Banco Central do Brasil tem que fazer inúmeras escolhas com relação à estratégia a ser adotadas e as mais específicas táticas a serem utilizadas na execução da política. Apresentam-se nesse trabalho dois objetivos de política monetária em períodos distintos; o financiamento do estado até 1994 e o controle da inflação a partir de 1994.

A política monetária pode ser implementada de diversas maneiras dependendo do sistema monetário, situação econômica e dos objetivos de política monetária. Este trabalho tem como propósito descrever a política monetária brasileira sob a ótica dos procedimentos operacionais, incluindo um estudo do processo estocástico da taxa de juros - Selic, uma vez que os procedimentos sofreram diversas alterações nos últimos sessenta anos em função das mudanças no arcabouço das instituições monetárias brasileiras.

Os primeiros trabalhos que começaram a tratar sobre política monetária sob a ótica dos procedimentos foram os de Pastore (1974), onde é explicado como funciona o procedimento de oferta de moeda no Brasil na época ainda com a existência da conta movimento e Barbosa (1991), que trata sobre os procedimentos operacionais adotados pelas Autoridades Monetárias do país. Este trabalho apresenta uma resenha abrangente sobre este tema.

Um tópico interessante, porém pouco abordado na literatura brasileira que discutiremos é uma análise da Curva de Laffer no Brasil. Esta permite identificar como o imposto inflacionário varia com a inflação.

Notam-se duas limitações nesse trabalho. A análise feita nesse estudo se restringe as medidas usualmente adotadas pelo Banco Central nas suas ações históricas. Assim não é proposto nenhuma evidência na implementação de uma política monetária ótima e em nenhum momento estaremos tratando diretamente sobre política fiscal no Brasil, apesar de a mesma ser de extrema importância para o êxito de qualquer economia eficiente.

O trabalho está dividido da seguinte maneira. O capítulo 2 analisa os objetivos de política monetária do Banco Central. O capítulo 3 descreve os procedimentos operacionais utilizados pelo Banco Central para implementar a política monetária ao longo de sua existência e no capítulo 4 apresenta-se um sumário das conclusões.

## 2 Objetivos da Política Monetária no Brasil

Até os anos 90 a política monetária estava umbilicalmente ligada à política fiscal e era feita simplesmente para o financiamento do Estado.

O arcabouço teórico para analisar esse tipo de objetivo supõe que o déficit a ser financiado é dado por.

$$\frac{\overset{\circ}{M}}{Y} = \overline{Def} \quad (1)$$

Onde  $\overset{\circ}{M}$  é o acréscimo da base monetária e  $Y$  é o produto nominal da economia. A taxa de expansão monetária é dada pelo déficit a ser financiado e pelo comportamento do público. Com efeito, multiplicando e dividindo pelo estoque nominal ( $M$ ) de moeda em (1), levando-se em conta que a taxa de expansão monetária ( $\mu$ ), obtém-se:

$$\frac{\overset{\circ}{M}}{M} \frac{M}{Y} = \overline{Def} \therefore \mu = \frac{\overset{\circ}{M}}{M} = \frac{\overline{Def}}{\left(\frac{M}{Y}\right)} = \frac{\overline{Def}}{m} \therefore \mu = \frac{\overline{Def}}{m} \quad (2)$$

Onde  $m$  é o valor da base monetária como proporção do produto interno bruto. Os indivíduos decidem à quantidade real de moeda que desejam ter nas suas carteiras de ativos financeiros e a taxa de expansão monetária do Banco Central depende do déficit público a ser financiado por moeda e da quantidade de moeda que o público deseja.

O imposto inflacionário<sup>1</sup> ( $II$ ) é dado por:

$$II = \tau = \pi m \quad (3)$$

que é formado pela ( $\pi$ ) alíquota do imposto e ( $m$ ) é a base do mesmo.

Para um melhor entendimento do arcabouço teórico, utilizam-se duas especificações da equação de demanda de moeda nas formas funcionais logarítmicas e semi-logarítmica. Os serviços de liquidez da moeda podem ser medidos pelo custo de oportunidade dos recursos usados na forma de moeda, aqui medido pela taxa de inflação.

Na forma logarítmica temos:

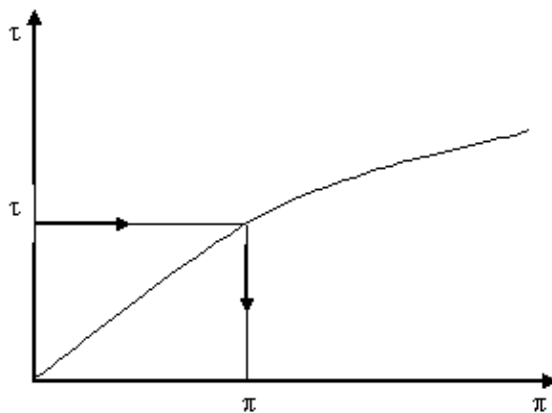
$$m = ke^{-\lambda t} \pi^{-\alpha} \quad (4)$$

onde  $e^{-\lambda t}$  representa as inovações financeiras e  $m = \frac{M}{Y}$ . Apenas aplicando a definição do imposto inflacionário ( $\tau$ ), teremos:

$$\tau = \pi m = \pi ke^{-\lambda t} \pi^{-\alpha}$$

---

<sup>1</sup>O imposto inflacionário é a sistemática perda de poder aquisitivo da moeda, prejudicando a população e beneficiando o Banco Central, decorrente do fato da moeda render juros nominais nulos e em consequência, estar desprotegida contra a inflação.



*Figura 1*

Na figura 1 vemos que para essa especificação da demanda de moeda com a elasticidade de demanda é menor do que um em valor absoluto e a escolha do imposto inflacionário definiam qual seria a inflação do período.

Agora, tomando o logaritmo temos:

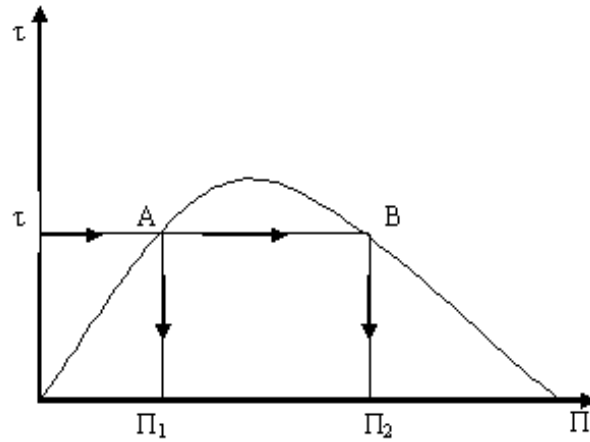
$$\log \tau_t = \log k - \lambda t + (1 - \alpha) \log \pi_t \quad (5)$$

A outra especificação da equação de demanda é a forma semi-logarítmica, isto é,

$$m = k e^{-\lambda t} e^{-\beta \pi} \quad (6)$$

Tomando o logaritmo outra vez, a equação pode ser escrita do seguinte modo:

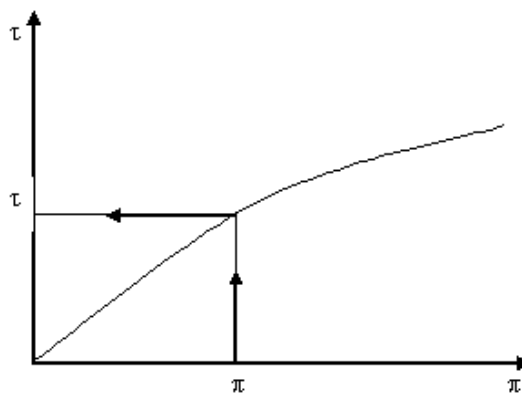
$$\log \tau_t = \log k - \lambda t + \log \pi_t - \beta \pi_t \quad (7)$$



*Figura 2*

Na figura 2, vemos que nesse caso podem existir dois pontos de equilíbrio para um mesmo valor do imposto inflacionário. No ponto *A* refere-se a um período de inflação baixa com a elasticidade de demanda sendo maior do que um e no ponto de demanda *B* vemos que para uma mesma alíquota temos um período de inflação alta com a elasticidade de demanda sendo menor do que um.

Quando o objetivo do Banco Central é o controle da taxa de inflação o imposto inflacionário, como mostra a figura 3, é uma consequência destes desvios.



*Figura 3*



Na figura 3 é possível notar que o *modus operandis* da política monetária foi alterado dado que a inflação passaria a determinar o imposto inflacionário do período. Na equação de demanda de moeda na forma semi-logarítmica existem,  $\pi_1$  e  $\pi_2$ , que produzem a mesma receita do imposto, como indica a figura 4 abaixo.

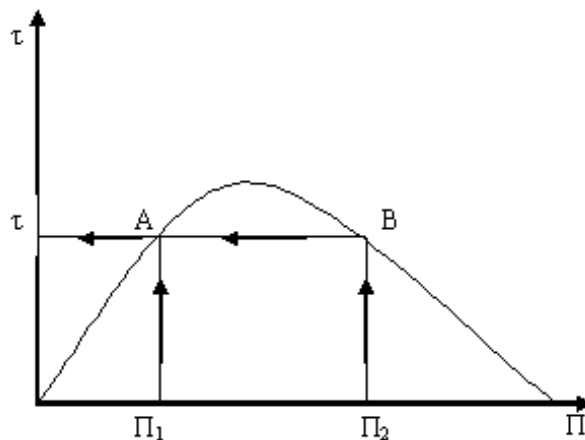


Figura 4

## 2.1 Objetivos da Política Monetária até 1994: Financiamento do Estado

Em 1945, pelo Decreto-Lei 7.293 de 02.02.45 foi criada a Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), que era apenas um órgão consultivo cuja interferência era limitada pelo fato de não possuir qualquer poder executivo e centralizador de decisões. Passaram para a competência da SUMOC (i) a fiscalização dos bancos, (ii) as requisições para emissão de papel-moeda do Tesouro Nacional, (iii) a exclusividade dos recebimentos dos depósitos de bancos, (iv) o controle das taxas de juros, (v) o abono às novas contas de banco, (vi) casas bancárias e caixas econômicas, (vii) a determinação mensal das taxas de redescontos e de juros dos empréstimos a bancos, (viii) a autorização de empréstimos garantidos pelo governo, (ix) a compra e venda de ouro ou de cambiais, entre outros.<sup>2</sup>

O Banco Central do Brasil foi criado pela Lei nº. 4.595 de 31.12.64 e assumiu o papel de "banco dos bancos" do sistema financeiro nacional. Ao mesmo tempo,

<sup>2</sup> A regulamentação da SUMOC foi implementada em meio às acirradas discussões que questionavam o Banco do Brasil em sua atuação como banco central. Ao ser baixada a Instrução 1, de 05.02.45, que regulamentou o Decreto-Lei nº7.293, fomos conferidos ao presidente do banco o lugar de primeiro substituto da presidência da SUMOC

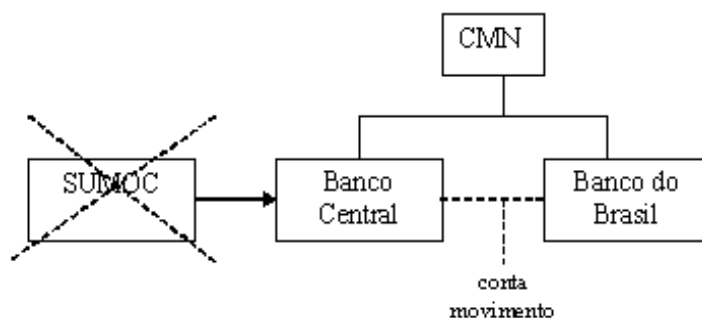
foi formado o Conselho Monetário Nacional (CMN), em substituição do Sumoc, com a finalidade de formular as políticas da moeda e do crédito.<sup>3</sup>

O Banco Central tem como missão institucional a estabilidade do poder de compra da moeda e a solidez do sistema financeiro, devendo, nas ações que adota observar as diretrizes estabelecidas pelo CMN.<sup>4</sup> Compete a ele, entre outras atribuições, emitir moeda-papel e moeda metálica, executar os serviços do meio-circulante, receber em depósitos os recolhimentos compulsórios e encaixes obrigatórios estabelecidos para as instituições financeiras e conceder redesconto às instituições bancárias (instituições que captam depósitos à vista).

Para operacionalização de algumas de suas atribuições, o Banco Central oferece às instituições bancárias e aos bancos de investimento contas denominadas Reservas Bancárias, sendo que no caso das instituições bancárias a titularidade de tal conta tem caráter obrigatório. No Brasil, por disposição legal, uma instituição bancária não pode manter conta em outra instituição bancária. Por isso, exceto aqueles efetuados em espécie e aqueles que se completam no ambiente de um único banco, todos os pagamentos têm liquidação final nas contas Reservas Bancárias.

Por determinação constitucional, o Banco Central é o único depositário das disponibilidades do Tesouro Nacional. Além de responsável pela regulamentação e pela supervisão dos sistemas de liquidação, é também provedor de serviços de transferência de fundos e de liquidação de obrigações. Nessa qualidade, opera o Sistema de Transferência de Reservas - STR e o Sistema Especial de Liquidação e de Custódia - Selic, que liquidam obrigações em tempo real, operação por operação.

A estrutura descrita no diagrama abaixo reflete esse novo arranjo da Autoridade Monetária na economia brasileira.



A Reforma Monetária consistia em definir o conjunto das Autoridades Monetárias englobando o Banco Central (antiga SUMOC) e o Banco do Brasil, per-

<sup>3</sup>Quando o Banco Central foi criado ele podia ser considerado praticamente independente, uma vez que a maioria do Conselho Monetário Nacional (CMN) era formada por integrantes do próprio Banco.

<sup>4</sup>Alongo desse trabalho estaremos tratando à Autoridade Monetária, Banco Central do Brasil, como o órgão que prioriza e define todos os objetivos e procedimentos operacionais.

sistindo o segundo como agente financeiro das Autoridades e administrando algumas das políticas setoriais (café, preços mínimos, etc.) que produzem impacto monetário, mas submetido a um controle orçamentário fiscalizado pelo primeiro, que recebe para tanto delegação do CMN (antigo conselho do SUMOC). Em vez de ser tratado como banco comercial, da mesma forma que os demais bancos comerciais do País, seriam submetido a um controle orçamentário, fixando-se os tetos de suas aplicações. Um dos instrumentos utilizados pelo CMN, para julgar a consistência da política, é o Orçamento Monetário. Claramente, esse reforma trouxe um grau muito maior de coordenação à política econômica do Governo, minimizando os conflitos setoriais.

Na lei de sua criação, previa-se a utilização do Orçamento Monetário, que seria aplicado pela primeira vez no país, com a finalidade de controlar a política monetária de forma racional. Essa técnica consistia em definir as metas quantitativas de crédito do sistema bancário, dos setores público e privado, bem como prever o impacto dessas metas sobre o volume dos meios de pagamentos. Isso leva à determinação de um volume "desejado" compatível com a expectativa do comportamento dos preços e de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB). Essa variação "desejada" na oferta monetária é função, também, das expectativas de comportamento da política salarial e da velocidade de circulação da moeda.

O crescimento da base monetária no começo desse período de acordo com Pastore (1974), foi causada principalmente por (i) déficit de caixa do Tesouro Nacional, (ii) empréstimos do Banco do Brasil ao setor privado, (iii) preços mínimos, (iv) operações de café e (v) reservas estrangeiras líquidas.

Primeiramente, até 1964 os elementos dominantes a expansão monetária foram o déficit de caixa do Tesouro Nacional e as expansões dos empréstimos ao setor privado por parte do Banco do Brasil, isto é uma das principais causas da expansão monetária foi o "financiamento inflacionário" utilizado pelo Governo Federal. Além disso, a falta de coordenação sobre a política de aplicações entre o Banco do Brasil e a SUMOC, foi outro importante elemento na explicação do comportamento da base monetária.

Os títulos que existiam antigamente tinham a finalidade apenas de financiar os déficits do Governo, sendo assim as suas emissões estavam correlacionadas com alguma política de expansão dos gastos. Pode-se citar o fato que em 1968 alguns títulos foram lançados com a finalidade de serem vendidas ao Banco Central para cobrir os déficits do Tesouro Nacional, de 1965 a 1968, pois a colocação de Obrigações do Tesouro até 1968, não gerava receitas líquidas suficientes para atender aos citados déficits. Isto só foi possível quando o Banco Central fixou o compulsório em títulos em 1966, onde a colocação de Obrigações produziu receita líquida para atender o déficit. O importante a se notar aqui é que de 1964 a 1968, tal déficit exercia pressão direta sobre o Banco Central, resultando em emissão de papel-moeda, forçando a emissão de Letras do Tesouro Nacional entregues ao Banco Central, que não as negociava no mercado.

Vale aqui dizer que existia uma grande influência política que contribuiu para acelerar o processo de participação intensa do Banco Central nas atividades econômicas do País.

O período de alta inflação vivido pelo Brasil na década de 80 levou as várias tentativas não sucedidas de estabilização, na maioria das vezes por intervenções do governo e congelamento dos preços nominais. De fato, o perverso da estrutura da dívida pública nesse período, era que além de um prazo médio muito curto (aproximadamente três meses), 80% dela giravam no overnight. Com uma inflação de 30% ao mês e uma taxa de juros real líquida em torno de 40% ao ano, o Governo Federal tinha um dispêndio de um volume imenso em valor nominal. A economia brasileira de 1986 até 1991 teve cinco programas de estabilização (os Planos Cruzado, Bresser, Verão, Collor I e Collor II) e todos fracassaram. O experimento do plano gradualista do Ministro Marcílio Marques Moreira também não funcionou.

## 2.2 Objetivos da Política Monetária depois de 1994: Controle da Inflação

Em 1994, o Brasil sofreu uma reforma monetária (Plano Real) e adotou um sistema de câmbio administrado. Esse novo sistema obteve sucesso em parar a alta inflação e a estabilizar em baixos níveis. Desde a implementação desse último plano de estabilização, a maioria das mudanças que ocorreram eram viesadas para uma maior transparência de como a Autoridade Monetária implementaria a política. Seguindo essa linha de raciocínio, o Comitê de Política Monetária (Copom) foi instituído em 20 de junho de 1996, com o objetivo de estabelecer as diretrizes da política monetária e de definir a taxa de juros. A criação do Comitê buscou proporcionar maior transparência e ritual adequado ao processo decisório, a exemplo do que já era adotado pelo *Federal Open Market Committee* (FOMC) do Banco Central dos Estados Unidos e pelo *Central Bank Council*, do Banco Central da Alemanha.

Em 1995, o Banco Central utilizou uma política de intervenção no mercado de câmbio da maneira a evitar futuras apreciações da moeda, diminuindo de alguma forma através do câmbio o impulso contracionista e *ceteris paribus* evitando outras deteriorações da transação corrente. Um sistema de bandas foi adotado no primeiro semestre de 1995 (com uma largura de 8%) e um *float* foi utilizado no segundo semestre, com intervenções quase semanais usando "mini-bandas" informais (com uma largura de 0,5% entre compra-e-venda). Mas a grande maioria das intervenções foi utilizada para evitar a apreciação cambial, com uma redução da taxa real de câmbio de 33% em 1995 para 17% em 1996. Como na maioria das vezes, o Banco Central era o comprador no mercado, o saldo do balanço de pagamentos caiu de US\$ 13 bilhões em 1995 para US\$ 10 bilhões em 1996 e ocorreu uma grande acumulação de reservas, de US\$ 42 bilhões em 1994 para US\$ 60 bilhões em 1996.

Desde 1996, o Regulamento do Copom sofreu uma série de alterações no que se refere ao seu objetivo, à periodicidade das reuniões, à composição, e às atribuições e competências de seus integrantes.<sup>5</sup> Essas alterações visaram não

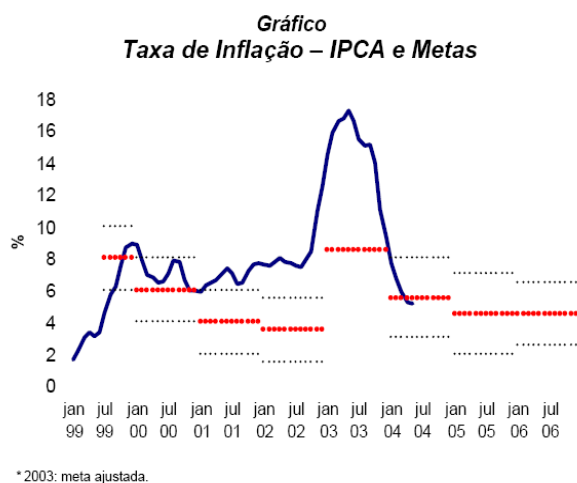
<sup>5</sup>Uma dessas mudanças foi o fato de que o Copom começou a emitir o relatório *Focus*, que visava passar aos agentes do mercado uma maior transparência da política monetária.

apenas aperfeiçoar o processo decisório no âmbito do Comitê, como também refletir as mudanças de regime monetário.

Essa política de câmbio administrado foi abandonada em 1999 e à nova política adotada tinha como objetivo controlar as expectativas e uma maior transparência do regime *forward-looking*.

No dia 21.06.99 por meio do Decreto N<sup>o</sup>. 3088, adotou-se a sistemática de "metas para a inflação" como diretriz de política monetária. Com isso, as decisões do Copom passaram a ter como objetivo cumprir as metas para a inflação definidas pelo CMN<sup>6</sup>.

Desde a criação desse sistema, as metas de inflação são revisadas anualmente sendo que ao longo de sua existência já sofreu diversas mudanças (figura 5).



*Figura 5*

Conforme pode ser visto no gráfico, temos as seguintes alterações nas metas de inflação: (i) em 1999 a meta era 8% com um intervalo de tolerância em +/- 2%, (ii) em 2000 a meta caiu para 6% e manteve o intervalo em +/- 2%, (iii) em 2001 a meta caiu novamente para 4% e manteve o mesmo intervalo, (iv) em 2002 a meta foi 3,5% com um intervalo sem alterações, (v) já em 2003 a meta inicialmente foi 3,25% mas foi revista para 4% com intervalo em +/- 2%, (vi) em 2004 a meta sofreu novamente uma alteração passando de 3,75% para 5,5% e o intervalo de tolerância teve um aumento para +/- 2,5%, (vii) 2005 a meta foi fixada em 4,5% com o intervalo em +/- 2,5% e por fim (viii) em 2006 a meta esta em 4,5% com uma redução no intervalo para +/- 2%.

<sup>6</sup> As reuniões ordinárias do Copom dividem-se em dois dias: a primeira sessão às terças-feiras e a segunda às quartas-feiras. Mensais desde 2000, o número de reuniões ordinárias foi reduzido para oito ao ano a partir de 2006, sendo o calendário anual divulgado até o fim de outubro do ano anterior.

### 2.3 Imposto Inflacionário: 1947 / 2003

Com base nos dados sobre imposto inflacionário calculados por Cysne e Lisboa (2005), faz-se o uso do filtro de Hodrick-Prescott para se obter um componente de tendência da série no longo prazo.

Na figura 6, vemos o comportamento do imposto inflacionário e das transferências inflacionárias desde 1947 até 2003. O ponto a se destacar nesse gráfico é a queda a partir de 1994, tanto do imposto inflacionário quanto das transferências inflacionárias, devido à mudança no objetivo de política monetária do Banco Central.

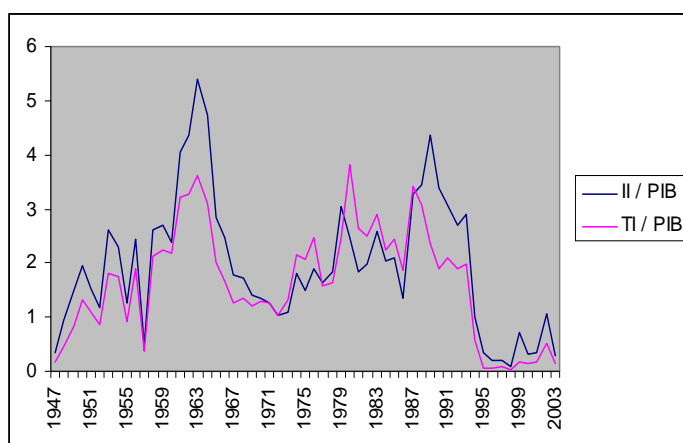
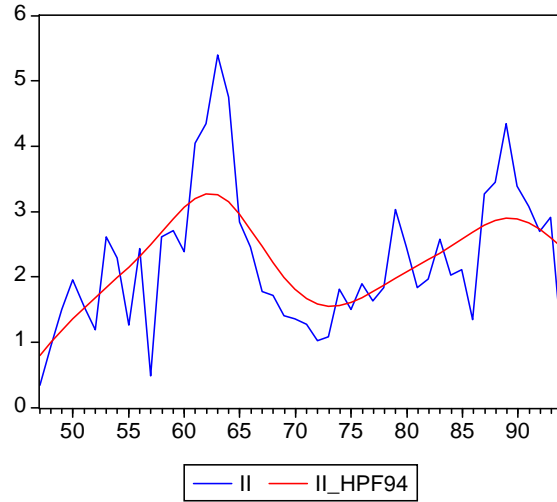
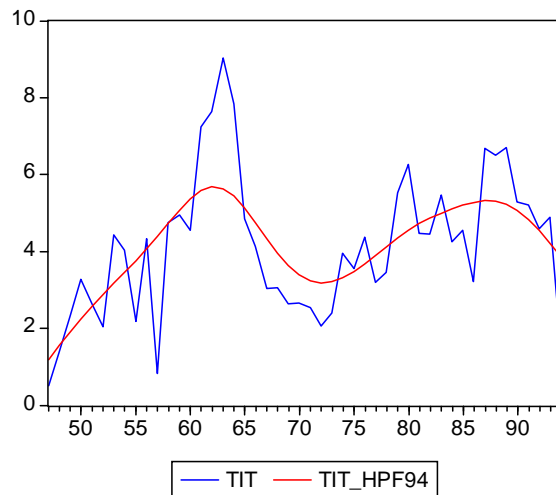


Figura 6

As figuras 7 e 8 abaixo refletem o período até 1994 onde no gráfico as séries *II* e *TIT*, referem-se ao imposto inflacionário e transferência inflacionárias totais respectivamente e as séries *II\_HPF94* e *TIT\_HPF94* com a utilização do filtro para cada série.



*Figura 7*



*Figura 8*

É possível observar algumas fases distintas nesses dois gráficos. Primeiramente, de 1947 até 1963, percebe-se um aumento da utilização do imposto inflacionário dado pela queda do valor real do passivo monetário do Banco Central e

dos bancos comerciais, pelo fato de tal passivo encontrar-se em mãos do público. Nesse período o estoque monetário tomado em relação ao PIB era muito mais elevado, devido ao fato que a inflação esperada era muito mais baixa e porque várias inovações financeiras que permitiriam ao público trocar M1 por outros ativos que rendem juros, não existiam nessa época.

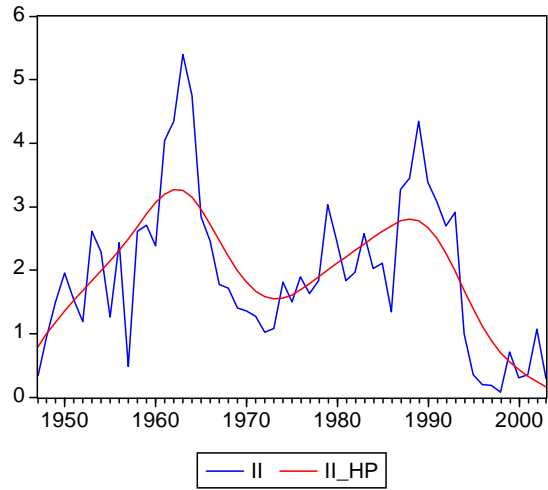
As inovações financeiras permitiram uma sensível redução nos encaixes monetários do público e das empresas, que se deram principalmente nos depósitos à vista. Dentre os vários tipos de inovações financeiras vale citar: (i) a popularização das aplicações em títulos do governo; (ii) a redução no prazo para creditar os juros das cadernetas de poupança que, em 1984, passou de trimestral para mensal; (iii) a introdução pelos bancos, em 1988, das chamadas contas remuneradas, permitindo aplicação automática de parte dos depósitos à vista em títulos do governo; (iv) o melhor gerenciamento de caixa pelas empresas devido aos desenvolvimentos na área de informática, os quais permitiram avanços nos serviços de automação bancária; e finalmente, (v) a economia no uso de moeda pelas famílias devido à crescente utilização de cartões de crédito.

Em seguida, temos um período de 1964 até 1972, que é marcado principalmente pelo programa de estabilização - PAEG. Além disso, ocorreu uma recessão da atividade industrial e depois implicou para o boom econômico que se inicia em 1968 com uma alta taxa de capacidade de produção não utilizada, a qual permitiu a expansão acelerada da produção sem grande esforço em inversões fixas, [ver Malan e Bonelli (1977)].

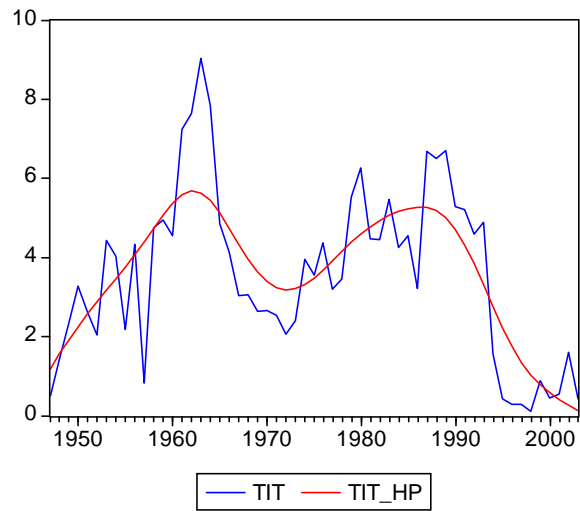
De 1973 até 1988, vemos que um aumento na utilização do imposto inflacionário para a condução da política monetária. A partir de 1979 com o segundo choque do petróleo, que levou os preços do barril de US\$ 12 para US\$ 30 e com a elevação das taxas de juros internacionais, configuravam uma nova fase de dificuldades que levariam a economia brasileira a um quase colapso cambial.

Depois 1988, é possível observar uma queda na utilização do imposto inflacionário principalmente após 1994. De maneira, nas figuras 9 e 10, temos o filtro das séries suavizadas,  $II_{HP}$  e  $TIT_{HP}$  até 2003, que reflete a mudança no objetivo de política monetária.





*Figura 9*



*Figura 10*

## 2.4 Análise da Curva de Laffer no Brasil

Com base no arcabouço teórico introduzido no começo desse capítulo e utilizando os dados do imposto inflacionário é feita uma estimativa do comportamento da Curva de Laffer no Brasil. Começamos nosso estudo com dados desde 1947 até 2003 tanto para o imposto inflacionário quanto para a inflação.

Primeiramente a figura 11 mostra o diagrama de dispersão levando em consideração os dados de toda amostra. Essa figura mostra um diagrama com os dados sobre imposto inflacionário e inflação. No eixo vertical está representado o imposto inflacionário e no eixo horizontal a taxa de inflação.

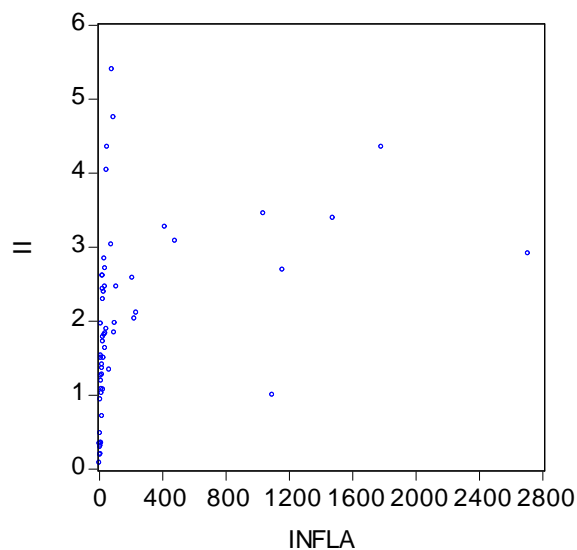
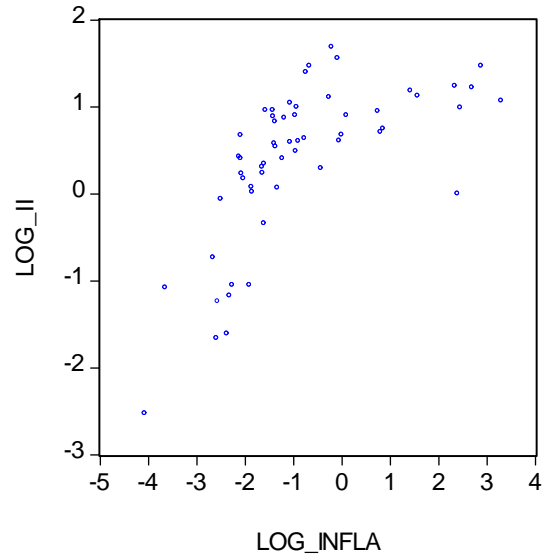


Figura 11

A inspeção visual não revela ainda o formato da Curva desejado, mas o resultado é interessante, pois nos permite inferir alguma relação entre o imposto inflacionário com a inflação. Isto significa que a estratégia adotada para essa estimativa não merece destaque como determinante no comportamento da Curva, pois em outras palavras, com base nos resultados encontrados pouco se pode concluir.

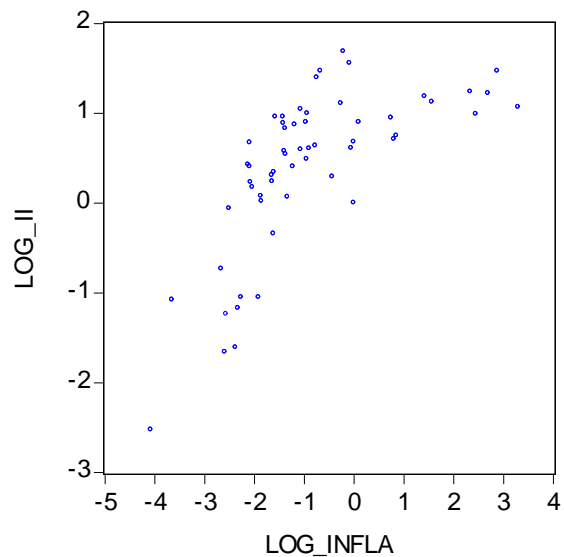
Todavia, quando se utiliza o logaritmo nos dados para tentar diminuir os distúrbios principalmente causados pela inflação na sua série histórica, o diagrama de dispersão da figura 12 mostra que ele é mais apropriado para a investigação do formato da curva.



*Figura 12*

Nesse resultado percebemos o formato de uma curva positivamente inclinada, indicando uma estimativa da Curva de Laffer. Tal resultado sugere que, embora a formação da curva ainda não seja ainda muito clara, é possível melhorar essa estratégia retirando um período da amostra, em particular o ano de 1994 que representa um *outlier* nesse diagrama.

Na figura 13, utiliza-se os mesmos dados com logaritmo, mas retira-se o ano de 1994. O ano de 1994 foi excluído da amostra, pois existe uma quebra estrutural com o início do Plano Real.



*Figura 13*

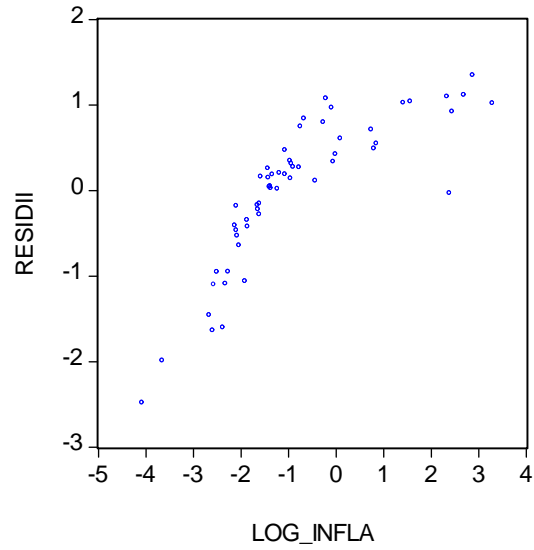
Como no caso anterior, percebe-se um formato para a Curva de Laffer no Brasil e nota-se nitidamente que, essa formação vai de acordo com o arcabouço teórico, mas não sendo ainda identificável em qual caso estaria se adequando melhor as equações de demanda.

Para todas as estimativas analisadas até agora se utiliza o imposto inflacionário no eixo vertical. Como forma a melhorar o formato da Curva de Laffer, adota-se o resíduo do imposto inflacionário que é calculado da seguinte maneira:

$$\log \tau = a + bt + resid \quad (8)$$

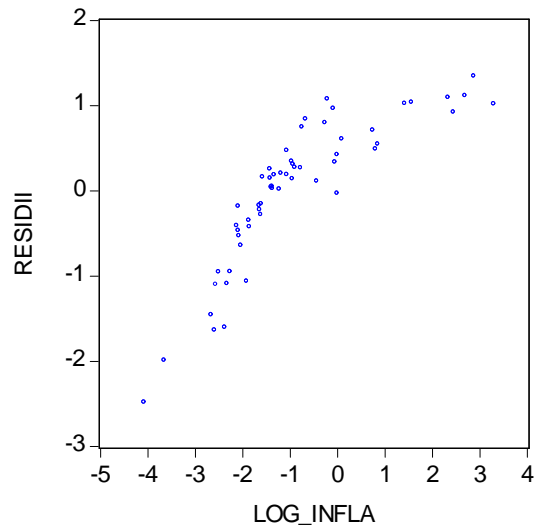
onde  $bt$  é a inovação financeira. Isto é, os dados sobre o imposto inflacionário sofrem com muita distorção devido as alterações que ocorreram nesse período e essa foi uma forma encontrada em tentar diluir um pouco esse efeito sobre os dados.

Com isso temos na figura 14 o resultado encontrado para todo o período da amostra.



*Figura 14*

Percebe-se que o formato da Curva de Laffer fica ainda mais claro para esse caso. Por fim, na figura 15, fazemos o uso outra vez do resíduo do imposto inflacionário só que exclui-se o ano de 1994 da amostra.



*Figura 15*

É interessante notar que os resultados aqui encontrados estão em linha com o arcabouço teórico sugerido no começo nesse capítulo. Os resultados aqui reportados, portanto sugerem a existência de uma Curva de Laffer para o Brasil.

As duas especificações da Curva de Laffer consideradas anteriormente são expressas por,

$$\log \tau_t = \log k - \lambda t + (1 - \alpha) \log \pi_t$$

e

$$\log \tau_t = \log k - \lambda t + \log \pi_t - \beta \pi_t$$

Na primeira especificação o imposto inflacionário aumenta quando a taxa de inflação aumenta, e na segunda a curva do imposto tem um ponto de máximo.

A tabela 1 apresenta o teste DF-GLS que foi aplicado nas seguintes variáveis: logaritmo do imposto inflacionário, taxa de inflação e o logaritmo da taxa de inflação.

*Tabela 1*  
*Teste de Raiz Unitária*  
*(teste DF-GLS)*

<i>Variável</i>	<i>t</i>	<i>Valores críticos</i>		
		1%	5%	10%
<i>log(imposto inflacionário)</i>	-1,68	-3,75	-3,17	-2,87
<i>log(taxa de inflação)</i>	-2,05	-3,75	-3,17	-2,87
<i>taxa de inflação</i>	-1,90	-3,75	-3,18	-2,88

A hipótese de raiz unitária não foi rejeitada em nenhum dos casos apresentados na tabela acima. Como as variáveis têm raiz unitária será empregado o método de Johansen para analisar a cointegração das variáveis das duas especificações da Curva de Laffer.

*Tabela 2*  
*Teste de Cointegração*

<i>Número de Cointegrações</i>	<i>Traço</i> <i>(valor crítico a 5%)</i>	<i>Autovalor</i> <i>(valor crítico a 5%)</i>
<i>Nenhuma</i>	52,29 (42,92)	30,74 (25,82)
<i>Máximo Uma</i>	21,55 (25,87)	16,64 (19,39)

A equação de cointegração estimada na tabela 2 é dada por:

$$\log \tau = 1,30 \log \pi - 0,40 \pi - 0,02 t$$

(0,16)                      (0,05)                      (0,009)

Da tabela acima inferimos que o resultado sobre o logaritmo da taxa de inflação foi bastante próximo de um. Com isso, normaliza-se essa variável para um e os novos resultados são apresentados na tabela 3.

*Tabela 3*  
*Teste de Cointegração*

<i>Número de Cointegrações</i>	<i>Traço</i> <i>(valor crítico a 5%)</i>	<i>Autovalor</i> <i>(valor crítico a 5%)</i>
<i>Nenhuma</i>	31,84 (25,87)	29,58 (19,39)
<i>Máximo Uma</i>	2,26 (12,52)	2,26 (12,52)

E a equação de cointegração estimada:

$$\log \tau = \log \pi - 0,27 \pi - 0,02 t$$

(0,02)            (0,006)

A tabela 4 a seguir mostra o resultado para a outra especificação da Curva de Laffer.

*Tabela 4*  
*Teste de Cointegração*

<i>Número de Cointegrações</i>	<i>Traço</i> <i>(valor crítico a 5%)</i>	<i>Autovalor</i> <i>(valor crítico a 5%)</i>
<i>Nenhuma</i>	22,08 (25,87)	14,89 (19,39)
<i>Máximo Uma</i>	7,19 (12,52)	7,19 (12,52)

Com a seguinte equação de cointegração:

$$\log \tau = 0,31 \log \pi - 0,03 t$$

(0,07)            (0,006)

O ano de 1994 apresenta um outlier no diagrama dos dados. Para tentar diminuir esse efeito sobre os dados utilizados na regressão adota-se uma *dummy*. Com isso, seja a *dummy* definida como:

$$ano_t = \begin{cases} 1, & \text{se for o ano de 1994} \\ 0, & \text{qualquer outro ano} \end{cases}$$

Os resultados encontrados com a utilização da *dummy* são.

*Tabela 5*  
*Teste de Cointegração*

<i>Número de Cointegrações</i>	<i>Traço</i> <i>(valor crítico a 5%)</i>	<i>Autovalor</i> <i>(valor crítico a 5%)</i>
<i>Nenhuma</i>	39,94 (42,91)	22,73 (25,82)
<i>Máximo Uma</i>	17,21 (25,87)	13,17 (19,39)

A equação estimada nesse caso é dada por:

$$\log \tau = 0,28 \log \pi + 0,05\pi - 0,03 t$$

(0,10)                      (0,04)                      (0,005)

*Tabela 6*  
*Teste de Cointegração*

<i>Número de Cointegrações</i>	<i>Traço</i> <i>(valor crítico a 5%)</i>	<i>Autovalor</i> <i>(valor crítico a 5%)</i>
<i>Nenhuma</i>	24,14 (25,87)	18,26 (19,39)
<i>Máximo Uma</i>	5,88 (12,51)	5,88 (12,52)

E a equação de cointegração:

$$\log \tau = 0,40 \log \pi - 0,03 t$$

(0,06)                      (0,005)

O que observamos é que a especificação de Cagan não é rejeitada quando não se inclui uma variável dummy para 1994, o ano do Plano Real. Todavia, quando se inclui uma variável dummy para 1994 a especificação de Cagan é rejeitada. Por fim, a especificação do imposto inflacionário que corresponde a uma equação de demanda de moeda com elasticidade constante não é rejeitada quando se inclui uma variável dummy para o Plano Real.



### 3 Procedimentos Operacionais da Política Monetária no Brasil

Os procedimentos operacionais cobrem a escolha de que maneira utilizar os instrumentos e como atingir os objetivos / metas estabelecidos pela política monetária. De fato estão relacionados ao que podemos chamar de nível tático da política, isto é, os procedimentos operacionais são utilizados para implementação diária da política monetária.<sup>7</sup>

Para um melhor entendimento dos procedimentos operacionais, suponha a demanda de moeda é uma função  $L$  da taxa de juros nominal ( $r$ ) e do nível de renda ( $y$ ):

$$\frac{M}{P} = L(y, r) \quad (1)$$

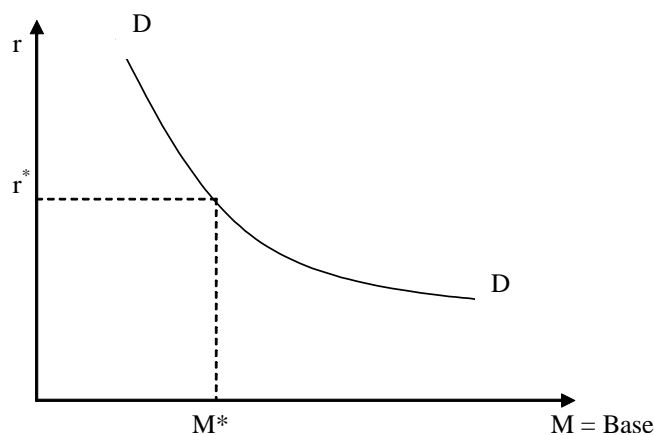


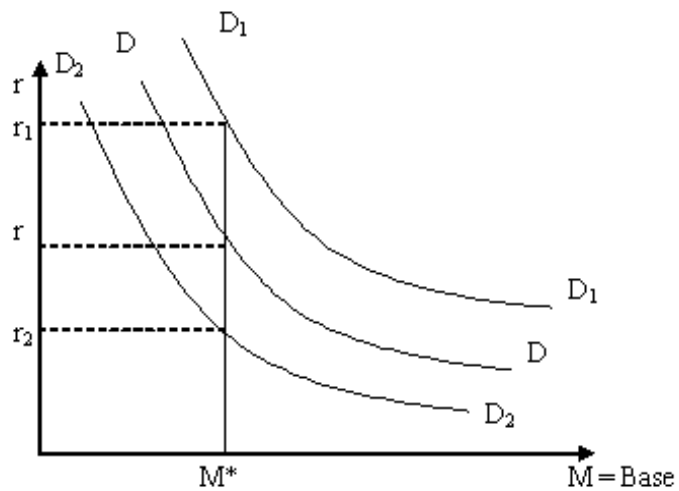
Figura 8

A demanda por moeda tem uma inclinação negativa porque um aumento na taxa de juros reduz à quantidade demandada de moeda. O Banco Central pode implementar a política monetária utilizando a taxa de juros nominal ( $r$ ) ou estoque monetário ( $M$ ) [ver o gráfico da figura 8].

No caso brasileiro, o Banco Central até 1970 fazia política monetária controlando o estoque monetário e não exercia nenhum controle direto sobre a taxa de juros.

---

<sup>7</sup>Atualmente, todos os bancos centrais em países industrializados implementam política monetária influenciados pelos instrumentos do mercado, de forma a influenciar a taxa de juros de curto prazo como um objetivo operacional.



*Figura 9*

Quando existe uma grande volatilidade da taxa de juros, dado variações na demanda por moeda e o Banco Central controla a base monetária, qualquer variação da demanda por moeda é refletida em alterações da taxa de juros da economia. Quando ocorre um aumento na demanda de moeda, a taxa de juros vai ter que subir para equilibrar o mercado monetário, com um nível de produção e preços dados.

Desde 1970, com a introdução do Mercado Aberto, isso foi alterado e a política monetária pode ser feita através do controle direto dos juros da economia.

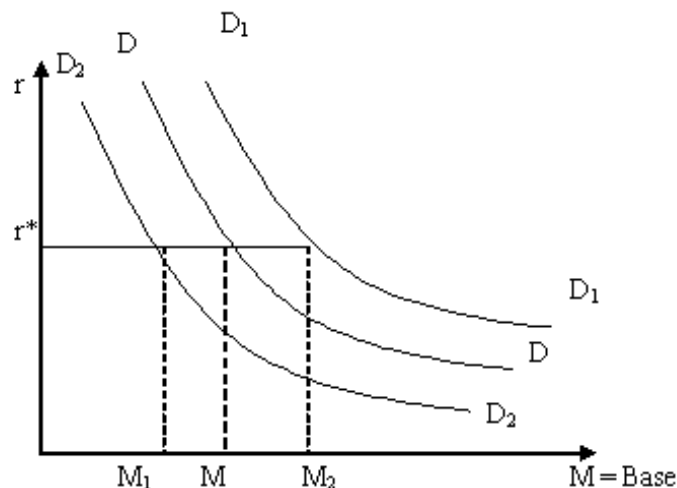


Figura 10

A figura 10 reflete exatamente o período em que a política monetária exercida pelo Banco Central controla diretamente a taxa de juros. O Banco Central se preocupa mais no curto prazo em garantir a estabilidade na taxa interbancária do que controlar uma quantidade de reservas bancárias. A estabilidade nas taxas de curto prazo do mercado monetário dependem do controle do sistema de liquidação do interbancário e dos procedimentos disponíveis para o Banco Central operar no mercado monetário.

Apesar de toda a complexidade e particularidade dos procedimentos operacionais, é possível fazer uma descrição dos principais instrumentos. Em particular, estaremos interessados nos procedimentos operacionais utilizados no Brasil ao longo da sua trajetória econômica. Primeiramente fazia-se política monetária com base no orçamento monetário que objetivava o controle das contas, assim sendo não era possível controlar diretamente a taxa de juros. Com a centralização dos caixas dos bancos e a criação do Mercado Aberto, começa a existir o mercado de reservas bancárias, que será de grande valia para a política monetária. O mercado de reservas bancárias tem duas fases marcantes, (i) com a utilização de cheques BB, enquanto o Banco do Brasil era uma Autoridade Monetária e (ii) a implementação oficial da Selic que visava organizar a troca física de papéis da dívida e viabilizar uma alternativa à liquidação financeira por meio de cheques do Banco do Brasil, que implicava em risco elevado. Logo a primeira mudança que se observa é o fato que agora o Banco Central implementa a política monetária através do controle da taxa de juros. Esta seção está dividida em seis subseções, levando em consideração alterações relevantes que ocorreram para a implementação da política monetária.

### 3.1 Até 1945

Nesse período não havia Banco Central e todas as funções típicas de Autoridade Monetária eram exercidas pelo Banco do Brasil. Ele podia implementar a política monetária utilizando o compulsório ou por operações ativas.

O Banco do Brasil apresentava o seguinte balanço, uma vez que atuava como Autoridade Monetária e como banco comercial.

<b>Ativo</b>	<b>Passivo</b>
<b>1 - Reservas Internacionais</b>	A - Papel moeda em poder do público
<b>2 - Crédito Doméstico Líquido</b>	B - Depósitos à vista
A - empréstimos ao Tesouro	C - Depósitos compulsórios
B - Títulos públicos e federais	
C - Operações de redesconto	
D - Outros Créditos	

Enquanto agente financeiro do governo efetuava os pagamentos autorizados, concedia antecipações ao governo e atuava como agente federal para operações de câmbio. Como banco comercial, concedia financiamento à atividade produtiva.

Especificamente, as atividades do banco estavam vinculadas a cinco carteiras: (i) a Carteira de Câmbio, (ii) a Carteira de Crédito Agrícola e Industrial, (iii) a Carteira de Crédito Geral, (iv) a Carteira de Exportação e Importação e (v) a Carteira de Redesconto.

### 3.2 De 1945 até 1964

O Banco do Brasil persistia como agente financeiro das Autoridades Monetárias e operava como banco comercial sem estar sujeito ao controle do SUMOC, permanecendo isento de recolhimentos compulsórios ou dos custos do redesconto. Em particular, qualquer desequilíbrio de caixa poderia ser imediatamente superado pela emissão de papel-moeda.

Ao longo desse período a taxa de redesconto foi bastante utilizada pelos bancos comerciais como opção de crédito para dois propósitos diferentes. Para ajustar suas reservas de dinheiro para o caso de ficarem abaixo do nível desejado ou exigido pelas regulamentações das Autoridades Monetárias e obter fundos para que o banco pudesse emprestar aos clientes, se as condições de mercado fossem favoráveis.<sup>8</sup>

- *Operações de Redesconto*

As operações de redesconto constituem-se em empréstimos feitos pela Autoridade Monetária àqueles bancos comerciais com problemas, momentâneos ou não, de liquidez. A taxa cobrada por esses empréstimos é a taxa de redesconto.

<sup>8</sup> Por exemplo, se um banco está tomando um empréstimo para aumentar suas reservas em dinheiro, vai comparar a taxa de redesconto com a taxa do mercado interbancário (a taxa de juros que os outros bancos cobram para empréstimos de curto prazo entre bancos).

A Autoridade Monetária pode seguir dois tipos de política em relação ao redesconto: (i) redesconto punitivo: ocorre quando a Autoridade Monetária fixa a taxa de redesconto acima da taxa de mercado e (ii) redesconto não-punitivo: ocorre quando a taxa estipulada pela Autoridade Monetária situa-se abaixo da taxa de mercado<sup>9</sup>. Nesse caso, existem custos não-pecuniários implícitos no seu uso, pois caso contrário, a curva de oferta de reservas seria perfeitamente elástica à taxa de redesconto.<sup>10</sup>

A Autoridade Monetária usa o redesconto, como instrumento de política monetária de três maneiras: (i) alterando a taxa de redesconto: o aumento da taxa leva os bancos a gerenciarem com mais cautela as suas operações ativas, provavelmente diminuindo-as, pois os custos dos recursos de última instância aumentam; (ii) impondo limites quantitativos: a imposição de limites quantitativos limita a expansão monetária oriunda instrumento; (iii) alterando o prazo de resgate: altera-se o prazo de resgate por parte do tomador do empréstimo, forçando os bancos a se ajustarem, com maior ou menor rapidez, em face de uma situação de iliquidez.<sup>11</sup>

A variável-chave que determinará o uso do redesconto pelos bancos será a taxa de redesconto ou o *spread* entre essa taxa e a taxa de juros do mercado de reservas bancárias. A seguinte equação descreve a taxa de redesconto:

$$r^d = r + \Delta + \Psi \begin{cases} \Delta \geq 0 \\ \Delta \leq 0 \end{cases}$$

onde  $\Delta$  representa a variável de política monetária e  $\Psi$  os custos não-pecuniários existentes no acesso ao redesconto.

### 3.3 De 1964 até 1971

Com a Reforma Bancária, o Banco Central do Brasil ficou encarregado, como Autoridade Monetária, à: (i) emissão de papel-moeda; (ii) variação nos depósitos compulsórios; (iii) redesconto de liquidez; (iv) operações de mercado aberto; (v) algumas contas do Tesouro Nacional e em algumas Operações Diversas como: (i) compra e venda de câmbio; (ii) redesconto seletivo; (iii) empréstimos a bancos oficiais estaduais; (iv) Resolução n<sup>o</sup>. 130, item IV e Resolução

<sup>9</sup>Vale ressaltar que o próprio mercado bancário através dos chamados *empréstimos interbancários*, fornece recursos de curtíssimo prazo, um dia, àqueles bancos com necessidade de reservas. No Brasil, esses empréstimos se dão à chamada taxa Over-Selic.

<sup>10</sup>Podemos fazer quatro observações: Primeiro, mesmo quando as taxas de redesconto estão abaixo das taxas de mercado, os bancos geralmente relutam em usá-lo. Segundo, a política de redesconto seguida pela Autoridade Monetária pode apresentar grandes variações de uma economia para outra. Terceiro, na concessão de seus empréstimos, a Autoridade Monetária exige que os bancos apresentem garantias colaterais (e.g., títulos públicos). Por fim, em quarto temos a eficácia do redesconto como instrumento de política monetária; varia de acordo com o grau de sofisticação do mercado interbancário.

<sup>11</sup>Repare que, ao conceder um empréstimo via redesconto, o Banco Central credita a conta "Reservas Bancárias" dos bancos do lado do passivo, e credita a conta "Operações de Redesconto", do lado do ativo. Essa conta é chamada no Brasil de "Assistência de Liquidez".

nº. 69 - FUNAGRI; (v) assistência financeira a instituições não bancárias; (vi) fundo fiscal (IOF); (vii) fundos para fiscais; (viii) empréstimos externos para repasses; (ix) outros fundos e contas diversas.

Já o Banco do Brasil como Autoridade Monetária ficou responsável por: (i) conta de movimento do Banco Central do Brasil; (ii) conta de depósitos à vista dos bancos comerciais; (iii) compensação de cheques e outros documentos; (iv) contas do Tesouro Nacional vinculadas à execução orçamentária. Suas funções de banco comercial resultavam em injeção ou retirada de recursos da economia, ou seja, importando em aumento ou redução das reservas dos demais bancos comerciais, uma vez que seus cheques (cheques BB) representam "dinheiro imediatamente disponível" como caixa que é de todo o sistema financeiro nacional.

O Banco Central apresentava o seguinte balanço, uma vez que dividia com o Banco do Brasil o papel de Autoridade Monetária da economia:

<b>Ativo</b>	<b>Passivo</b>
<b>1 - Reservas Internacionais</b>	<b>1 - Base Monetária</b>
<b>2 - Crédito Doméstico Líquido</b>	A - Papel moeda em poder do público
A - empréstimos ao Tesouro	B - Reservas monetárias
B - Títulos públicos e federais	<b>2 - Recursos Não-Monetários</b>
C - Operações de redesconto	A - Outros depósitos compulsórios
D - Outros Créditos	B - Depósitos do Tesouro
D.1 - Conta Movimento	C - Títulos do Banco Central
	D - Saldo Líquido das demais contas

A partir de 1964, dois fenômenos começam a ser notados. Primeiramente, o impacto expansionista do Tesouro começa a declinar e em segundo lugar, as Autoridades Monetárias começam a utilizar a colocação de títulos junto ao público como uma forma eficiente de controlar a expansão da base monetária, neutralizando as expansões de empréstimos ao setor privado pelo Banco do Brasil.

Durante esse período de transformação da SUMOC em Banco Central, com a correspondente transferência de encargos, o Banco procurou estruturar-se, amalgamando os serviços outrora pertencentes aos organismos que exerciam as funções de Banco Central no País.

Em 1965 foi promulgada a Lei de Mercado de Capitais (Lei nº. 4.728), que representou a declaração pública definitiva das intenções do governo no sentido de instituir um mercado de capitais forte e utilizá-lo em sua política global de desenvolvimento.

Outro mecanismo foi à ampliação da correção monetária para os diversos títulos e aplicações mobiliárias, tais como letras de câmbio, debêntures, depósitos a prazo e certificados de depósitos, estabelecida pela lei nº. 4.728, de 14.07.65, que disciplinou o mercado de capitais.<sup>12</sup> Além disso, o Governo baixou a Instrução 289 do Banco Central com a qual permitiu operações financeiras entre

<sup>12</sup> Até 1963, o governo brasileiro emitia apólices e obrigações federais, exclusivamente de

firmas sediadas no Brasil e firmas estrangeiras e as Autoridades Monetárias contraíram a taxa de expansão dos ativos nacionais líquidos componentes de base, mas nem por isso foi possível conter a expansão da base, pois a entrada de reservas estrangeiras elevou-se substancialmente no período.<sup>13</sup>

Em 1966 o cenário mudou e ocorreu uma contração da base monetária derivada da queda das reservas internacionais. Observou-se que a colocação de títulos de valor reajustável junto ao público foi substancial, a expansão do déficit de caixa do Tesouro foi contida e a expansão do Banco do Brasil ao setor privado manteve-se constante.

Durante 1967 ocorreu um afrouxamento na taxa de recolhimento compulsório o que gerou uma elevação da expansão monetária além é claro do comportamento da base monetária. A maior expansão foi do déficit de caixa do Tesouro, derivada de uma elevação no prazo de recolhimento dos impostos.<sup>14</sup>

De 1968 em diante, adotou-se uma política de reajustamento cambial em degraus curtos como forma de eliminar as entradas e saídas de reservas estrangeiras. A taxa de juros interna manteve-se acima da taxa de juros internacional, isto é, gerando um fluxo positivo de capitais ao País, elevando as reservas estrangeiras líquidas. A expansão monetária nesse período deveu-se aos empréstimos do Banco do Brasil ao setor privado e à entrada de reservas estrangeiras líquidas, pois a taxa de expansão monetária derivada do déficit caiu praticamente à zero.

Até 1969 dispunha as Autoridades Monetárias basicamente de dois instrumentos clássicos de controle sobre a capacidade de o sistema bancário multiplicar empréstimos, isto é, criar moeda escritural, os recolhimentos compulsórios e a assistência financeira (redesconto de liquidez).<sup>15</sup> A Dívida Pública Mobiliária da União era representada por Obrigações do Tesouro Nacional, tipo reajustável.<sup>16</sup>, mesmo assim o mercado de títulos não se desenvolvia. A organização inicial do mercado de títulos foi pouco ortodoxa. O que se procurava era colocar títulos em volume suficiente para atender não só o giro da dívida, mas principalmente o déficit do Tesouro Nacional.<sup>17</sup> Além disso, os haveres financeiros eram rep-

---

modo compulsório, como as Obrigações do Reaparelhamento Econômico (Lei nº1. 474, de 26.11.51 e Lei nº2. 973, de 26.11.56) e as Obrigações Restituíveis (Lei nº4. 069, de 11.06.62).

<sup>13</sup>Cabe aqui lembrar que a taxa cambial era fixa, logo as paridades de preços internos e internacionais alteraram-se pela valorização implícita da taxa derivada do processo inflacionário interno, dessa forma há uma tendência natural para a alternância de entradas e saídas de reservas estrangeiras, flutuando a liquidez internacional do País e provocando ondas de expansão e contração da oferta monetária.

<sup>14</sup>Nessa medida acreditava-se que provocaria uma redução da demanda de empréstimos bancários, ao colocar nas mãos das empresas uma substancial soma de recursos a uma taxa de juros nula.

<sup>15</sup>De fato, ambos buscam alterar a capacidade dos bancos comerciais em conceder novos empréstimos, afetam diretamente o multiplicador bancário e o nível de reservas disponíveis, quer através da variação da taxa de encaixes legais, quer seja pelo manuseio da taxa de assistência financeira ou modificação do seu teto operacional.

<sup>16</sup>Essas obrigações ofereciam, garantia de resgate imediato pelo Banco do Brasil no vencimento e pagamento de juros nas datas próprias independentemente da existência de dotações específicas no orçamento da União para atendê-los.

<sup>17</sup>Em dezembro de 1969, mais de 20 instituições financeiras já estavam trabalhando nesse mercado, ano em que a receita líquida com a colocação de títulos do Tesouro Nacional atingiu

resentados quase que exclusivamente por depósitos à vista (cerca de 90% do total), ou seja, não tínhamos poupança financeira de médio e longo prazo para dar sustentação aos investimentos.<sup>18</sup>

- *Centralização do caixa dos bancos comerciais*

O Brasil era cheio de "ilhas financeiras"<sup>19</sup>, não existindo até então vasos comunicantes para os recursos à disposição da economia. O Banco Central, àquela época tinha limite de redesconto para os bancos comerciais, utilizável por praças, especialmente nas principais capitais de Estado do País; um sistema de transferência de recursos interpraças não existia a não ser para atender necessidades dos próprios bancos; e os excessos de reservas não tinham como ser transferidos de um banco para outro. Com base na Circular da GEDIP n°51, estabeleceu-se as bases do nosso mercado monetário, do que resultou a criação do sistema de liquidez nacional, acabando com as ilhas financeiras do País, uma vez que a essência das LTNs é a liquidez. Ao centralizarem o caixa, foi criada a administração financeira e diminuída a exclusiva dependência do redesconto de liquidez do Banco Central.

Em 24.01.70 foi instituído, no Brasil, o Mercado Aberto<sup>20</sup> (*open-market*) que estava subordinado à administração da dívida pública, cabendo à Autoridade Monetária a função de criar e dinamizar o mercado secundário de títulos. Entende-se Mercado Aberto como a compra e venda de títulos públicos, efetuada pela Autoridade Monetária, com a finalidade de ajustar o nível de liquidez do sistema bancário e a taxa de juros. Além do mais, este é o principal instrumento de política monetária devido à rapidez que afeta o mercado de moeda sendo por isso, muito utilizado tanto para ajustar pequenos distúrbios na liquidez, como para contribuir nas metas de crescimento dos meios de pagamentos fixadas pelo governo.

Esse mercado, na sua dinâmica operacional, obedece ao seguinte fluxo:

---

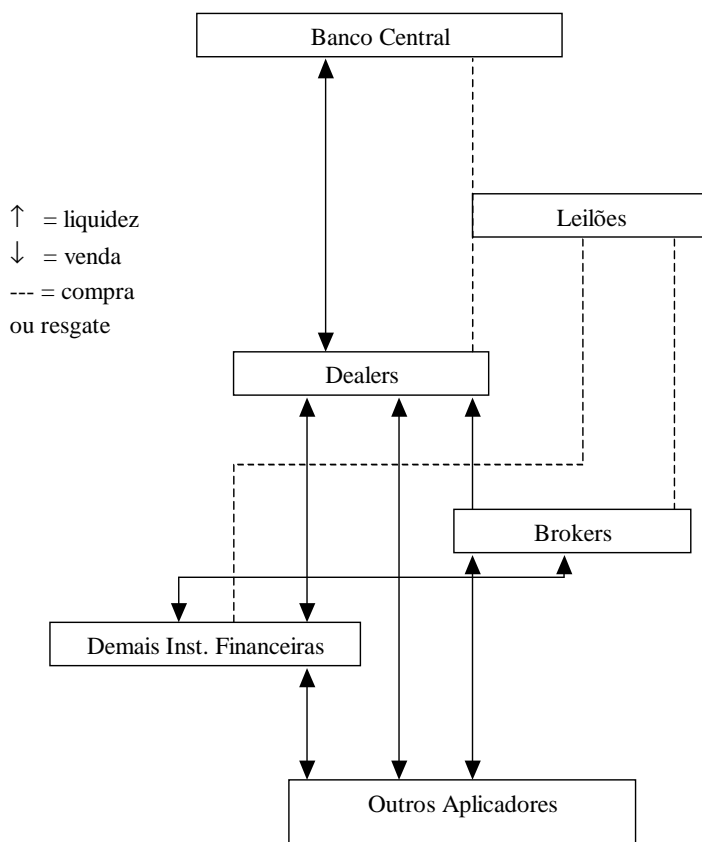
o valor suficiente para cobrir o déficit do Tesouro Nacional.

<sup>18</sup>Era inviável para o sistema financeiro, naquela conjuntura, alongar o perfil do prazo da poupança. A razão em termos de mercado era simples: se uma instituição financeira captasse poupança, depósito a prazo ou letra de câmbio, de seis meses ou um ano, teria que deixar saldo no caixa, em depósitos à vista para atender as eventuais necessidades de liquidez desses papéis. Se captasse a uma taxa de 30% ao ano, tinha que deixar 10% em depósitos à vista, com rendimento zero, elevando o custo de sua captação, desestimulando a assunção de maiores riscos para fazer crescer seu passivo em poupança, em depósitos a prazo ou em letra de câmbio.

<sup>19</sup>Assim era conhecido os bancos comerciais nessa época, pois ainda não haviam seus caixas centralizados.

<sup>20</sup>Antes da implantação das operações de Mercado Aberto, a alternativa mais vantajosa para os bancos comerciais era a imediata transformação de novos depósitos em expansão dos empréstimos com vistas à maximização do uso do dinheiro, visto que suas aplicações ativas se limitavam praticamente a estes últimos, pela impossibilidade de investir voluntariamente em títulos federais que lhes assegurassem rentabilidade, boa liquidez e, portanto permitissem a utilização ótima dos recursos à sua disposição.





Com a implantação das operações de Mercado Aberto decorreu da necessidade de se conceder maior eficiência e flexibilidade à condução da Política Monetária, para melhor conciliar o programa de gradual redução da inflação com o de elevado e auto-sustentável nível de desenvolvimento econômico. Com o crescente aprimoramento dessas operações, foi criado, em fevereiro de 1970, o "Comitê de Mercado Aberto", com a finalidade de acompanhar a sua execução e a do orçamento monetário e traçar diretrizes de ação, a curto prazo, de acordo com a evolução dos principais indicadores monetários, com vistas a atingir os objetivos colimados<sup>21</sup>. As medidas de política monetária adotadas pelo Comitê objetivam influir direta e efetivamente sobre as reservas bancárias, de forma a refletir nas possibilidades de o sistema bancário aumentar ou reduzir, sem os desequilíbrios apontados, suas operações ativas, representadas por investimentos ou empréstimos, ao setor privado.

No início o título utilizado era a Obrigação Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN), de reajustamentos trimestrais que remunerava a uma taxa real de juros mais correção monetária. Entretanto, esses títulos não eram adequados

<sup>21</sup>O pleno emprego, a relativa estabilidade de preços, o crescimento econômico, o desequilíbrio no crédito e no balanço de pagamentos e demais metas correlatas são os objetivos básicos perseguidos pelo Comitê na condução da política monetária.

para negociações deste tipo, passou-se a utilizar as ORTN de reajustamentos anuais, porém, por não ser um título de desconto, determinou a criação de um título específico para as operações de mercado aberto, através da Resolução nº. 150 de 22.07.70, surgindo assim as Letras do Tesouro Nacional (LTN), emitidas com taxas de desconto com o resgate de 100% do seu valor. De fato, esse título também era emitido, pelo Banco Central para atender a dívida pública, pois a lei complementar nº12, de 08.11.71, delegou a esse órgão a emissão e administração da dívida mobiliária da União. Com isso, e no âmbito de constantes déficits fiscais, forte pressão política era gerada, para que a política monetária atendesse as necessidades fiscais.

As Operações de Mercado Aberto habilitaram o Banco Central a enfrentar as principais pressões sobre as reservas causadas por fatores operacionais, tais como mudanças no volume de moeda em poder do público, no volume de cheques em cobrança e nas reservas exigidas aos bancos. Elas atingem seus objetivos influenciando apenas o volume de reservas disponíveis do sistema bancário, não produzindo quase nenhum efeito sobre a taxa de juros dos empréstimos daquele sistema. Isto se explica pelo fato de aquela taxa (englobando geralmente taxa de juros e de correção monetária) estar sujeita as limitações institucionais que, aliadas à demanda por empréstimos, sempre tendentes a superar a oferta, fazem com que a taxa se estabilize no limite máximo, tornando-se praticamente inelástica às variações na quantidade de dinheiro no sistema. Além disso, as taxas de juros do mercado monetário não guardam no curto prazo, estreita relação com a taxa de inflação, refletindo a maior ou menor disponibilidade de reservas em um período (dia, semana ou mês).

Havia duas autoridades monetárias: Banco Central e Banco do Brasil, e este último tinha uma conta de movimento através da qual expandia a base monetária em valores múltiplos com as suas operações de crédito. O fato de o Banco do Brasil estar contido no grupo das Autoridades Monetárias faz com que a base possa expandir-se não apenas pelos canais comuns em outros países (operações de mercado aberto, compra de moeda estrangeira, déficit do Tesouro), mas também em função dos empréstimos do Banco do Brasil ao setor privado.

- *Sistema de Mini-Desvalorização Cambial*

Certamente é o mais conhecido instrumento de política econômica utilizado na expansão do comércio exterior, em consequência do forte crescimento da economia brasileira, ocorrido entre 1968 e 1973. Esse sistema basicamente consistia em manipular a taxa de câmbio, utilizando a teoria da paridade relativa do poder de compra, o que implicava em desvalorizar o câmbio segundo a diferença das taxas de crescimento dos preços domésticos e internacionais.

$$cte = Q = \frac{SP^*}{P}$$

### 3.4 De 1971 até 1981 - BB / Selic

Existe agora no Brasil o Mercado de Reservas Bancárias que funcionava a partir do momento em que uma instituição financeira comprava um cheque

BB de quem tinha saldo neste último banco, isto é, cheque a ser depositado naquele banco como dinheiro, para cobrir a descoberto na compensação do outro banco. O próprio Banco Central começou a ter reação com a figura do cheque administrativo dos bancos, emitido para recompra das LTNs vendidas overnight, mediante recebimento do cheque BB.

Quando o saldo da conta de depósitos voluntários de um banco comercial no Banco do Brasil não é suficiente para suportar o débito resultante da Câmara de Compensação, o referido banco fica com saldo negativo junto ao Banco do Brasil, cuja cobertura se obriga a providenciar no mesmo dia da ocorrência do chamado "descoberto".

A exigência de cheques emitidos pelo Banco Central ou sobre o Banco do Brasil (cheque BB), para a regularização desses débitos em conta corrente, se explica pelo fato de tais cheques serem recursos imediatamente disponíveis, uma vez que podem ser imediatamente levados a débito da conta do emitente, sem trânsito pela compensação, ao passo que os cheques sacáveis contra outros bancos comerciais só são disponíveis 24 horas após a sua emissão, por transitarem obrigatoriamente pela referida compensação, administrada pelo Banco do Brasil, que encerra o movimento de cada dia, nas praças principais do país, no dia útil subsequente. Através dessa operação, o banco beneficiado pelo recebimento do cheque BACEN ou BB objetiva conseguir recursos a custos inferiores ao da assistência financeira, caso não dispunha de outras fontes de financiamento no dia em que deva ser efetivada a cobertura do "descoberto" de início citado.

Em função dessas peculiaridades, os cheques BACEN e BB possuíam maior liquidez do que um cheque comum, motivo que se verificava por uma procura diária por aqueles cheques, principalmente por parte dos bancos comerciais que mantiam por força da lei, suas contas de depósitos voluntários no Banco do Brasil, decorrendo daí a base do mercado monetário.

Nessa época, por sua vez o volume médio mensal das negociações diárias de LTN para obtenção de cheques BB, revelou crescimento progressivo nesse mercado como mostra a tabela abaixo.

#### VOLUME MÉDIO MENSAL DE CHEQUE "BB"

Cr\$ milhões

1972		1973	
Meses	Valor	Meses	Valor
Julho	266,8	Janeiro	636,1
Agosto	361,2	Fevereiro	626,4
Setembro	363,5	Março	595,7
Outubro	392,9	Abril	610,8
Novembro	460,4	Maior	643,9
Dezembro	519,6	Junho	825,3

Fonte: BACEN/GEDIP

O depósito compulsório funcionou até 1975 como instrumentos de crédito

seletivo e a assistência financeira não se limitou a recurso de última instância. Os instrumentos não desempenharam o papel de correção dos desvios da base e do multiplicador. A partir de novembro de 1975 o depósito compulsório retorna a função de instrumento de controle quantitativo com a elevação gradativa da taxa de recolhimento ao longo dos anos. Realmente, o depósito compulsório vinha passando por modificações motivadas por resoluções geradas pelo Banco Central.<sup>22</sup>

Nesse período alguns fatos marcaram a condução da política monetária no país. O primeiro ocorreu em 1975, quando os investidores de títulos públicos perceberam o quanto estavam vulneráveis à política da taxa de juros, face ao volume de alavancagem com que estavam operando. Um aumento nessa taxa significava uma perda patrimonial, devido à queda no preço dos mesmos. Assim, através da Res. 366, de 09.04.76, foi fornecido, pelo Banco Central, um parâmetro de risco para os investidores<sup>23</sup>. O segundo fato ocorreu em 1979, quando se realizaram as liquidações do Mercado Aberto diretamente na conta de Reservas Bancárias, que incorporou a conta de Depósitos Compulsórios, em detrimento da Câmara de Compensação.

Em 22.10.79, o SELIC - Sistema Especial de Liquidação e Custódia<sup>24</sup> foi formalmente criado, para organizar a troca física de papéis da dívida e viabilizar uma alternativa à liquidação financeira por meio de cheques do Banco do Brasil, que implicava em risco elevado.<sup>25</sup>

### 3.5 De 1981 até 1986

Em 1986 a "conta movimento" foi extinta entre Banco Central do Brasil e Banco do Brasil, que deixou de ser Autoridade Monetária. Por meio do voto 45/86, de 30.01.86 no CMN, foi feito o congelamento da conta movimento, que o Banco Central mantinha no Banco do Brasil para contabilizar as operações de interesse do governo federal.<sup>26</sup> Ao mesmo tempo ocorre a criação da Secretaria do Tesouro, no âmbito do Ministério da Fazenda, com a função de gerenciar a

---

<sup>22</sup> Por exemplo, a partir do Plano Real há um aperto e aplicação generalizada do Compulsório de forma nunca antes observada. Na medida em que novos Compulsórios são criados pelo Banco Central e os já existentes são apertados ao máximo para monitorar a demanda agregada, constata-se a exaustão desse instrumento como forma de controle da criação de moeda e expansão de crédito.

<sup>23</sup> É importante mencionar que em dezembro de 1976 foi criada a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), pela Lei N.º. 6.385, com o objetivo principal de assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de balcão e de bolsa. Além disso, cabe a CVM registrar companhias abertas e distribuições de valores mobiliários.

<sup>24</sup> A taxa Over/SELIC é um indicador diário da taxa de juros. Constitui-se na taxa média ajustada do financiamento diário lastreado em títulos do governo federal, calculado no SELIC e publicada pelo Banco Central com responsabilidade da Associação Nacional de Instituições do Mercado Aberto (ANDIMA).

<sup>25</sup> Desde a criação do Mercado Aberto na década de 60, já existia o SELIC, mas somente agora foi formalizado esse sistema.

<sup>26</sup> O Banco do Brasil perdeu ainda os recursos originários do fluxo de caixa do orçamento do Tesouro. Em contrapartida, foi autorizado a praticar todas as operações permitidas às instituições financeiras.

dívida pública.<sup>27</sup> Dessa forma, procurava-se fornecer uma maior independência ao Banco Central para conduzir a política monetária.

O balanço do Banco Central sofre uma alteração no lado do ativo, como pode ser visto abaixo.

<b>Ativo</b>	<b>Passivo</b>
<b>1 -Reservas Internacionais</b>	<b>1 - Base Monetária</b>
<b>2 - Crédito Doméstico Líquido</b>	A - Papel moeda em poder do público
A - empréstimos ao Tesouro	B - Reservas monetárias
B - Títulos públicos e federais	<b>2 - Recursos Não-Monetários</b>
C - Operações de redesconto	A - Outros depósitos compulsórios
D - Outros Créditos	B - Depósitos do Tesouro
	C - Títulos do Banco Central
	D - Saldo Líquido das demais contas

Em conjunto, passaram a ser emitidas as Letras do Banco Central (LBCs), que eram resgatadas pelo seu valor nominal mais a rentabilidade média do *overnight*. Este título tinha como principal objetivo aumentar a colocação dos títulos públicos, ao torná-los mais rentáveis e menos arriscados para o patrimônio dos investidores, quando a taxa de juros se elevasse. Toda atuação do Banco Central ou do Tesouro Nacional influenciava diretamente o Mercado de Reservas Bancárias.

*- Operações de Esterilização*

Nesse período as operações de esterilização foram muito utilizadas. Eram operações compensatórias realizadas pelo Banco Central com o intuito de anular variações na base monetária que não foram induzidas e desejadas por ele. Pela equação abaixo isso seria representado pela seguinte regra de política:

$$\Delta K + \Delta D = -\Delta R$$

$\Delta K$  é a variação no crédito doméstico líquido,  $\Delta D$  é a variação dos passivos não-monetários e  $\Delta R$  é a variação na reservas internacionais.

Esse tipo de operação só pode ser realizado durante um período limitado de tempo, podendo inclusive ser inviabilizada dependendo do grau de mobilidade de capital e do grau de substitutabilidade entre os ativos internos e externos.

O fato é que, no longo prazo não é possível que o Banco Central continue realizando operações de esterilização, pois, no caso de déficits, as reservas internacionais eventualmente se esgotarão, e no caso de superávits, o custo de carregamento dos títulos públicos na carteira do Banco Central tornar-se-à insustentável.

Todos os fatores que influenciam a base monetária têm como contrapartida contábil a conta Reservas Bancárias. Na verdade, todas as operações realizadas pelo Banco Central impactam instantaneamente essa rubrica.

<sup>27</sup>A política de controle da Dívida Pública era exercida anteriormente pelo Banco Central - através da Gerência da Dívida Pública.

Qualquer transação entre os bancos envolve a conta Reservas Bancárias. A importância das reservas bancárias pode ser atribuída a quatro fatores básicos: primeiro, as reservas bancárias constituem-se na "moeda" usada pelo Banco Central para transacionar com o resto da economia, segundo elas são necessárias para que as transações realizadas na economia possam realizar-se; terceiro, os bancos são obrigados a manter quantias mínimas de reservas bancárias junto ao Banco Central. E por fim, temos a quarta que nos diz que as reservas bancárias são moedas de alta potência.<sup>28</sup>

O processo de formação da demanda de reservas bancárias decorre da exigibilidade que o Banco Central do Brasil impõe ao sistema bancário, com a finalidade de constituir o instrumento básico de política monetária denominada depósitos compulsório sobre os recursos à vista. A despeito de esse instrumento se prestar especificamente ao controle das variações dos meios de pagamentos, através do incentivo ou desincentivo aos empréstimos bancários, traz em sua essência a exigência de que os bancos comerciais mantenham saldos médios de moeda em conta corrente na Autoridade Monetária por períodos determinados, conforme uma regra específica.<sup>29</sup>

Dado as características da demanda por reservas bancárias, a função do Banco Central é ofertar reservas de maneira a atingir seus objetivos monetários. Existem basicamente duas formas de exercer essa função. A primeira é fazer o controle de liquidez do sistema, ajustando oferta com demanda e a segunda reforçar qualquer influência que o controle de liquidez pode ter nas taxas de juros através comunicação específica vis-à-vis os participantes do mercado.<sup>30</sup>

Os bancos comerciais são normalmente os parceiros nas operações do Banco Central. Existem duas razões possíveis que podem explicar isso, (i) os bancos são instituições financeiras que mantêm reservas em contas de depósitos no Banco Central e (ii) os bancos são freqüentemente as instituições que são diretamente reguladas e supervisionadas pelo Banco Central. Um dos pontos a se destacar é que no Brasil o setor bancário é dominado por um pequeno número de bancos e logo poder-se-ia correr o risco de conluio nos leilões entre os bancos, mas o Banco Central adotou uma salvaguarda que é limitar a um máximo, a oferta de compra por banco a cada leilão. Além disso, o Banco Central ainda olha

---

<sup>28</sup>O equilíbrio de curto prazo no mercado secundário é assegurado pelo sistema, através do mercado de reservas bancárias. Por exemplo, se um dia o Tesouro gasta mais do que arrecada e espera-se que no dia seguinte a situação se inverta, ao vender títulos no dia  $D$  com acordo de comprá-los no dia  $D + 1$ , conforme o volume envolvido, o ajuste do dia  $D + 1$  já estará feito, pois a deficiência de reservas bancárias prevista para o dia seguinte será compensada pela recompra de títulos (ajuste de liquidez).

<sup>29</sup>O controle da taxa de juros pode ser feito com o Banco Central produzindo saldos excedentes de reservas bancárias (movimento de queda na taxa de juros) ou saldos insuficientes (movimento de elevação da taxa de juros). No Brasil não existem reservas excedentes como função da taxa de juros. A taxa de redesconto é sempre superior à taxa de mercado, ou seja, o redesconto no sistema bancário brasileiro é sempre punitivo, que determina que a formação da sua taxa considere a taxa Selic e mais uma taxa punitiva.

<sup>30</sup>Os fatores que afetam a oferta são, (i) papel moeda em poder do público, (ii) as operações do Banco Central no mercado FX, (iii) receitas tributárias, gastos do governo, (iv) leilão de títulos do governo, (v) taxa de redesconto, (vi) estoque de reservas necessárias e (vii) operações de Mercado Aberto.

para as dispersões entre as ofertas de compra e o rateio de compra e venda (demand-to-offer) para detectar práticas não competitivas.

- *Mecanismo de Zeragem Automática*

Trata-se de um mecanismo operacional usado pelo Banco Central do Brasil, através do qual ele fornece ou absorve reservas bancárias daquelas instituições depositárias que ao final do dia ainda não conseguiram zerar as suas posições. O Banco Central pode comprar e vender títulos públicos pelo prazo de um dia, usando para isso as chamadas cartas de recompra e revenda, de tal forma que: caso um banco qualquer apresente deficiência de reservas e não as consiga no mercado, ele não necessitará ir ao redesconto e no caso de haver excesso de reservas, as mesmas não ficarão ociosas.<sup>31</sup>

Seria possível pensar que a oferta de moeda tinha se tornado passiva dado à obrigação do Banco Central do Brasil em zerar diariamente o mercado, contudo o controle monetário ainda permanecia possível através do controle direto da taxa de juros. O processo de controle pode ser representado graficamente pela figura 11,

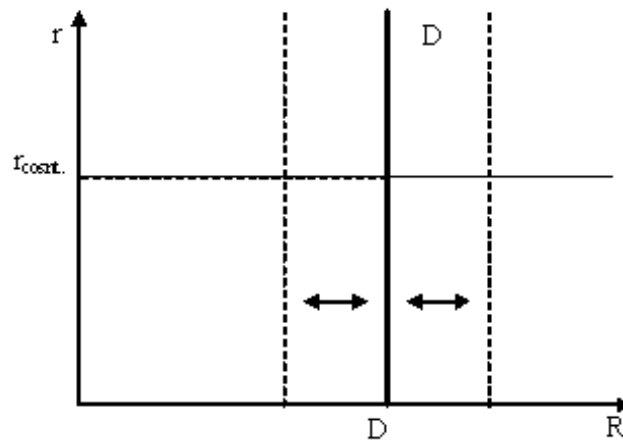


Figura 11

O Banco Central utilizava as cartas de recompra e revenda de maneira sistemática na condução de suas operações de open-market. Era através dessas cartas, que o Banco Central realizava diariamente a zeragem automática, fornecendo ou absorvendo liquidez de curto prazo.<sup>32</sup>

<sup>31</sup>A zeragem realizada pelo Banco Central, conhecida também no mercado financeiro pelo nome de "Tabelão do Banco Central" ocorria a taxas punitivas. O Banco Central fornecia ou absorvia reservas de acordo com a seguinte regra: Taxa Selic +/- Spread, onde o spread era geralmente igual a 0,8%

<sup>32</sup>As cartas de recompra e revenda (repos e reverse repos) podem ser caracterizadas como a venda de títulos mediante o compromisso formal de recomprá-los numa data posterior, isto é um tipo de empréstimo colateralizado.

### 3.6 De 1986 até 2006

A política monetária sofreu grandes oscilações nestes últimos 30 anos. Poderia então afirmar que a colocação de um título, com a característica da LBC, levou a utilização da mesma como moeda indexada, pois o seu rendimento era aproximadamente igual à taxa de inflação.

Percebe-se então que a política monetária brasileira continuava atuando passivamente, em função do financiamento do Tesouro Nacional. De fato, em um regime de moeda indexada o Banco Central ajusta a taxa de juros ao grau de indexação desejado e sofre com a dinâmica da inflação.<sup>33</sup>

Com a adoção do plano de estabilização Real em 1994, ocorrem três grandes mudanças. O sistema adotado inicialmente foi o chamado de câmbio administrado. Em seguida, ocorreu uma substituição da moeda por intermédio do desenvolvimento de sofisticados mecanismos financeiros de indexação.<sup>34</sup>, e por fim o sistema bancário tornou-se "*float-dependent*"<sup>35</sup>.

#### - *Taxas de Juros*

Cabe aqui dizer, sobre o surgimento de novas taxas de juros ao longo desse período. Em um primeiro momento ocorreu a criação da Taxa Referencial (TR) no meio de um plano de estabilização chamado "Plano Collor II", que era uma taxa básica referencial dos juros a serem praticados no mês já iniciado. Essa taxa passa a ser o referencial para o rendimento da Caderneta de Poupança e do FGTS. Em seguida começa uma evolução nos procedimentos operacionais impulsionados pelo Plano Real, em novembro de 94 surge a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), com objetivo de estimular investimentos nos setores de infra-estrutura e consumo.<sup>36</sup>

A reformulação em 1996 da forma de condução da política monetária, onde maior ênfase foi dada a Assistência Financeira de Liquidez, quando da fixação das taxas TBAN e TBC pelo Banco Central que funcionou como balizadora das taxas de juros da economia. Isto é, no período de 01.07.96 a 04.03.99, o Copom fixava a TBC e a partir de 05.03.99, com a extinção desta, passou-se a divulgar a meta para a taxa SELIC para fins de política monetária. Similarmente, a

<sup>33</sup>Em Barbosa (1990), vemos que os procedimentos operacionais utilizados pelo Banco Central do Brasil induzem à formação de uma curva de reservas bancárias vertical, ou seja, inelástica em relação à taxa de juros da economia, no curto prazo.

<sup>34</sup>Como resultado, a dívida de longo prazo em moeda doméstica não-indexada desapareceu e a taxa overnight da dívida federal (SELIC) se tornou a principal taxa de juros das dívidas, públicas e privadas. Isso implicava que a duração de todos os instrumentos de dívida, incluindo operações de crédito, convergiria para zero.

<sup>35</sup>Apesar de depósitos não-remunerados terem diminuído ao longo do tempo, os bancos continuavam obtendo receita dos altos níveis de inflação. Eles obteriam grandes lucros com depósitos e taxas administrativas sobre depósitos remunerados, quando eram utilizados como substitutos. Esse sistema bancário era caracterizado pela baixa alavancagem. O crédito não era uma fonte importante de receita, pois como os ativos e passivos eram de curto prazo, o risco de balanço era muito pequeno.

<sup>36</sup>A TJLP é aplicada a três fundos compulsórios (PIS/PASEP, FAT e Fundo de Marinha Mercante) e nas linhas do BNDES, além disso, o cálculo da TJLP é uma média ponderada de títulos da dívida externa federal (prazo mínimo de resgate de dois anos) e títulos da dívida mobiliária interna federal (prazo superior a seis meses).



TBAN foi criada em 28.08.96 e extinta em 04.03.99.

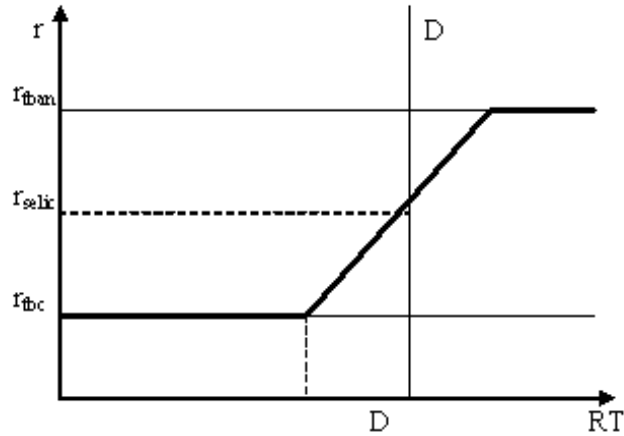


Figura 12

No gráfico da figura 12 vemos que esse sistema consistia em um corredor para a taxa de juros e imitava os sistemas de outros países. Por exemplo, a taxa  $r_{tban}$  pode ser considerada a "taxa lombarda" que vem do Banco Central Alemão e a taxa  $r_{tbc}$  pode ser considerada a taxa de redesconto não punitivo que vem do sistema americano.<sup>37</sup> Esse instrumento foi adotado para reduzir a volatilidade da taxa de juros no mercado de reservas bancárias, dado que os bancos não teriam incentivos de pagar de volta um empréstimo se o excesso de liquidez forçasse a taxa de juros do mercado abaixo do nível inicial da taxa de redesconto ( $r_{tbc}$ ).

Nesse período o Banco Central podia contratar um dealer para encontrar um empréstimo de recursos para a instituição em dificuldades. Isso acontecia com regularidade, onde os recursos para a assistência da TBC eram enviados por grandes bancos comerciais dados as suas grandes demandas por depósitos e um amplo estoque de títulos do governo.

O corredor para a taxa de juros era fixado todos os meses pelo Copom e semanalmente o Banco Central fazia leilões para prover uma sinalização adicional da taxa de juros de curto prazo.

O Brasil nesse período ampliou o uso de depósitos compulsórios como instrumento redutor da oferta de crédito, no sentido de influenciar a evolução da demanda agregada através da elevação da taxa de juros dos empréstimos sem, no entanto gerar impacto sobre o custo da dívida pública mobiliária.<sup>38</sup>

- *Depósitos Compulsórios (Encaixes Obrigatórios)*

<sup>37</sup>No dia 02.12.98, foi criado um depósito remunerado desenvolvido para atender o excesso de reservas do sistema bancário, rendendo taxa (TBC-0,25%). Mesmo assim até a extinção da taxa, o saldo médio das reservas se manteve em níveis baixos.

<sup>38</sup>Repare que, o saldo a ser mantido no Banco Central por força do mecanismo do compul-

Os depósitos compulsórios atualmente estão em extinção nas economias modernas (caso da Espanha e outros países). Atualmente no Brasil, existem diversos tipos de encaixes obrigatórios e o período de cálculo, o período de movimento, o custo financeiro por deficiência e a forma de recolhimento de cada tipo de encaixe é diferente.<sup>39</sup>

O depósito compulsório sobre recursos à vista dos bancos, que incluem os depósitos à vista e o *float*, influencia diretamente a demanda de reservas bancárias. Além disso, vale dizer que os Valores Sujitos o Recolhimento, base de cálculo do compulsório, são determinados pelas médias dos saldos das seguintes rubricas do Plano de Contas das Instituições Financeiras (COSIF), num determinado período de tempo: (i) depósitos à vista, (ii) depósitos sob aviso, (iii) recursos em trânsito de terceiros, (iv) cheques administrativos, (v) garantias realizadas, (vi) cobrança e arrecadação de tributos e assemelhados.<sup>40</sup> O exigível é o valor de referência, representando o saldo médio que cada banco deve manter, a cada período, na sua conta de reservas bancárias<sup>41</sup>.

Durante o período de 1994-98, começaram a serem utilizadas as notas do Tesouro Nacional (NTN-D), denominadas e pagas em moeda doméstica, que de fato ofereciam um financiamento barato ao Tesouro. Mais tarde nesse mesmo período o Banco Central emitiu as NBC-E e ainda utilizou instrumentos de derivativos na BM&F (bolsa de mercadorias e futuros)<sup>42</sup>. Esses instrumentos operacionais vinham a corroborar a política monetária de oferta de moeda estrangeira para a economia doméstica, de maneira a diminuir os riscos da dívida dos setores privados e públicos.

#### - *O Mercado Financeiro - Títulos de Alta-Qualidade*

A Autoridade Monetária necessita de um mercado com liquidez, para que possa escolher em o qual irá operar e também para que possa garantir a eficiência que as atuações em um mercado irão rapidamente afetar os outros mercados.<sup>43</sup> O mercado interbancário tradicionalmente tem sido o mercado que melhor reduz o impacto de políticas induzidas a mudança da liquidez. Além disso, a implementação de política monetária é facilitada pela presença de um ou mais mercados desenvolvidos para títulos de alta-qualidade. Esses títu-

---

sório determina a demanda por reservas bancárias num dado intervalo de tempo, de modo que se constitui variável essencial para o Banco Central no que respeita à sua atribuição de controlar a taxa de juros.

<sup>39</sup> A Circular 2986, implica que o período de cálculo da exigibilidade ocorre em duas semanas, com início na 2<sup>o</sup> da primeira semana e término da 6<sup>o</sup> da segunda semana. A defasagem entre os dois grupos dos bancos é de uma semana. O cumprimento dessa exigibilidade será calculado com base na 4<sup>o</sup> da segunda semana do período de cálculo até 3<sup>o</sup> da segunda semana subsequente. De fato, esse sistema pode ser classificado quase como defasado, pois existe um período de interseção entre o período de cálculo e cumprimento da exigibilidade.

<sup>40</sup> Os quatro últimos itens correspondem ao denominado *float* bancário.

<sup>41</sup> Como tais exigibilidades podem cumpridas em termos de média de saldos, a oscilação exagerada dos saldos médios prejudica a previsibilidade de demanda no curtíssimo prazo. A estabilidade que importa é a dos saldos da conta de reserva bancária.

<sup>42</sup> Como resultado, a dívida externa do setor privado cresceu 211% entre 1994-98, chegando a 16,4% do PIB no final de 1998.

<sup>43</sup> Em muitos países com economia em desenvolvimento, seus mercados são muitos rudimentares.

los ajudam na implementação da política, pois (i) o Banco Central pode usar esses mercados para conduzir Operações de Mercado Aberto, enquanto que as emissões primárias servem para "enxugar o mercado", as operações de rolagem desses títulos podem servir para injetar liquidez na economia e (ii) esses títulos de alta-qualidade servem como colateral para operações de redesconto ou empréstimos diretos pelo Banco Central.<sup>44</sup>

A entrada em funcionamento do Sistema de Transferência de Reservas (STR), em 22.04.02 marcou o início de uma nova fase do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB). Com esse sistema, operado pelo Banco Central, as transferências de fundos interbancárias podem ser liquidadas em tempo real. Esse fato possibilita redução dos riscos de liquidação (riscos de crédito e de liquidez) nas operações interbancárias, com conseqüente redução também do risco sistêmico, isto é, o risco de que a quebra de um banco provoque a quebra em cadeia de outros bancos. O STR é também importante para a redução do risco de crédito incorrido pelo Banco Central, na medida em que a efetivação de uma transferência de fundos passou a ser condicionada à existência de saldo suficiente de recursos na conta de liquidação do participante emitente da correspondente ordem.

A liquidação em tempo real, operação por operação, passou a ser utilizada também nas operações com títulos públicos federais cursados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia - Selic, o que se tornou possível com a interconexão entre esse sistema e o STR.<sup>45</sup>

- *Colchão de Liquidez - "Caixa do Tesouro"*

O Colchão de Liquidez é parte integrante da conta-única do Tesouro e pode ser definido como saldo agregado das fontes orçamentárias e financeiras, cujos recursos são destinados exclusivamente para o pagamento da dívida. Pode-se afirmar que o Colchão de Liquidez é uma das principais ferramentas para o gerenciamento da dívida.

O Colchão de Liquidez pode ser calculado através do balanço do Banco Central, subtraindo-se a carteira de títulos e valores mobiliários do total das operações do Tesouro Nacional.

O ponto interessante nesse procedimento é o fato de que a gestão da dívida pode alterar a administração da liquidez, que é executada pelo Banco Central e conseqüentemente a condução da política monetária, uma vez que as influências na taxa de juros podem ser significativas dadas às variações da base monetária.

Exemplos da utilidade do Colchão de Liquidez podem ser observados em 2002, quando o Tesouro optou por não refinanciar integralmente os vencimen-

---

<sup>44</sup>Na maioria das economias dos mercados emergentes, desenvolveu-se uma grande quantidade de títulos apesar da diferença do grau de liquidez entre eles. Um fator importante que pode ter limitado o uso de operações de Mercado Aberto é a falta de um mercado secundário na maioria dessas economias. Dentre os fatores podemos citar a tendência de manter esses títulos em carteira até o vencimento, a falta de um ambiente adequado para as operações (brokers, dealers, sistema de informação), falta de padrão nos termos e condições e um sistema imaturo de negociação desses títulos.

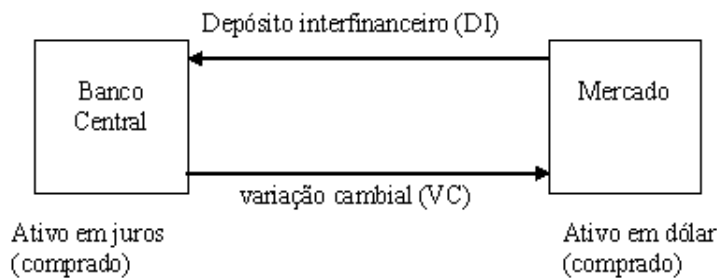
<sup>45</sup>A liquidação dessas operações passou a observar o chamado modelo um de entrega contra pagamento, conforme denominação utilizada em relatórios do *Bank for International Settlements* - BIS.

tos da dívida e em 2003 quando houve um aumento temporário das taxas de juros futuras, o Tesouro lançou mão de recursos do colchão, cancelando o leilão daquele período. De fato, sempre que o Tesouro cancela um leilão, deixando de rolar a dívida vincenda, ele monetiza a economia e obriga o Banco Central a enxugar a liquidez adicional. No final das contas, o que o Banco Central e o Tesouro Nacional estão fazendo é trocar uma aplicação vincenda de prazo mais longo por aplicações no *overnight*.

Atento ao comportamento do mercado financeiro frente a um cenário de elevada volatilidade da taxa de câmbio e crescente aversão ao risco, o Banco Central passou a realizar a partir de março de 2002 operações de swap cambial. Com a introdução desse novo instrumento, inicialmente conjugado à oferta pública de LFT pelo Tesouro, buscava-se replicar a venda de títulos cambiais com a vantagem de, ao ofertar dois instrumentos em vez de apenas um (*swap* cambial + LFT versus NTN-D), possibilitar ao mercado negociá-los separadamente de forma muito mais eficiente, contribuindo para a redução dos prêmios que se exigiam nos leilões de títulos cambiais.<sup>46</sup> Percebe-se que com a melhora dos instrumentos financeiros houve a criação de novas oportunidades e sendo assim o Banco Central pode considerar técnicas mais refinadas incluindo operações em outros mercados, como o mercado futuro e de derivativos.

- *Swap Cambial (Swap Cambial Reverso)*

As operações com contrato de *swap* cambial acontecem na BM&F e são regularmente utilizadas atualmente. Essas operações têm como objeto de negociação o diferencial entre a taxa de juros efetiva e a variação cambial. O diagrama abaixo ilustra este tipo de operação.



Pelo diagrama percebe-se que o Banco Central está ativo em juros, passivo em dólar e o Mercado estão ativos em dólar, passivo em juros. Esse tipo de operação serve para proteção, por exemplo, de desvios cambiais ou "disparadas" do dólar. A seguinte equação, chamada arbitragem de juros coberto, está implícita

<sup>46</sup>O desenvolvimento de diversos novos instrumentos financeiros, aumentou a capacidade dos participantes do mercado tomar posições especulativas. Um exemplo desse efeito é o fato de os participantes do mercado de câmbio aumentarem a especulação contra a moeda com posições vendidas no curto prazo, sendo financiadas por swaps obtidos no mercado interbancário.

na condição de equilíbrio necessária neste tipo de operação.

$$\frac{F}{E} = \frac{(1+r)}{(1+r^*)}$$

Essa equação nos diz que a taxa de juros doméstica é igual à taxa estrangeira de juros mais o desconto antecipado (o prêmio da taxa cambial futura sobre a taxa à vista) e essa relação é válida independente do risco.

O lançamento de *swaps* cambiais representou ainda uma forma de evitar perturbações que se observavam na curva de cupom cambial e de se prevenir contra efeitos secundários e indesejáveis na execução da política monetária. Posteriormente, visando facilitar a rolagem do estoque de *hedge* cambial do mercado, em um ambiente de grande dificuldade para a venda de títulos da dívida pública, o Banco Central passou a realizar a colocação direta de *swap*, sem vinculação com a compra de LFT.<sup>47</sup>

Cabe dizer que o Banco Central elevou o número de operações no Mercado Aberto após a implementação do SPB. Além dos *go arounds* realizados pela manhã, o Banco Central estava realizando operações ao final do dia para ajustar a liquidez<sup>48</sup>. A figura 13 abaixo retrata exatamente esse período.

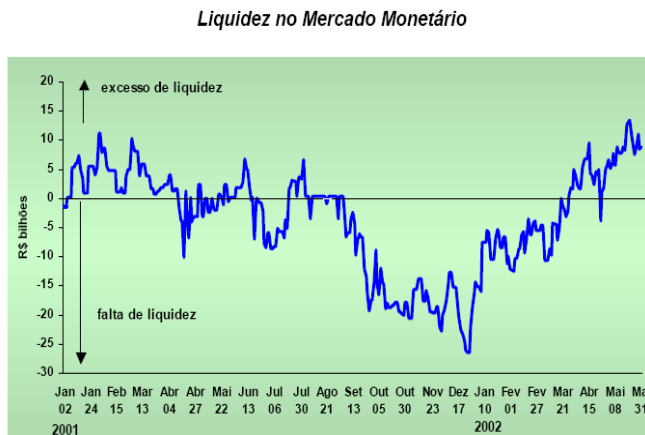


Figura 13

<sup>47</sup>As operações de swap cambial são caracterizadas por duas posições: comprada, onde o investidor aposta que a variação do dólar associada ao cupom de juros será superior à variação da taxa de juros dos DIs; e vendida, onde a aposta é inversa, ou seja, dólar mais cupom de juros inferior ao DI.

<sup>48</sup>O Banco Central, passou a realizar *go arounds a spreads* de taxas pré-definidos. Os agentes financeiros podiam assim fazer seus lances em termos de volume de liquidez que desejariam obter ou oferecer. Anteriormente o Banco Central anunciava o tipo de operação que iria realizar e os agentes financeiros então faziam suas propostas não somente quanto ao volume mas também quanto à taxa da operação.

Atualmente, a implementação do dia-a-dia da política monetária é feita utilizando-se *repos*, *reverse repos* e o Banco Central atua esporadicamente intervindo no mercado de câmbio com sofisticados instrumentos financeiros, além das operações de *open mouth* feita diretamente com os agentes do mercado.

- Operações "Open Mouth"

Este é um fenômeno que começou a ser observado em diversas economias industrializadas que reflete o grau de credibilidade de uma Autoridade Monetária perante o seu mercado monetário.

A hipótese *open mouth* sugere que uma Autoridade Monetária não precisa conduzir operações de Mercado Aberto para alterar a taxa de juros, entretanto é apenas necessário um anúncio da sua intenção sobre a taxa meta. Esta hipótese se baseia no fato que o mercado acredita que o Banco Central pode ajustar a oferta de reservas para mexer a taxa de juros e o mercado precisa saber quando a taxa meta está sendo alterada.

A atuação do Banco Central no Mercado Aberto pressupõe a disponibilidade de títulos adequados aos seus objetivos de política monetária. A Lei de Responsabilidade Fiscal, ao vedar, em seu artigo 34, a emissão de títulos pelo Banco Central, impôs à instituição o uso exclusivo de títulos de emissão do Tesouro de sua carteira própria. Essa vedação exigiu a definição de uma estratégia de adequação da carteira de títulos, com respeito a volume e características (prazos de vencimento e fatores de remuneração).<sup>49</sup>

Um fato que deve ser posto aqui foi o aumento da sinalização nos objetivos de política monetária nesses últimos anos pelo Copom, através da determinação das taxas de juros ou pelas informações contidas no preço e na maturidade nos leilões de dívida ou pela administração diária dos preços que o Banco Central aceita nos títulos do tesouro para conduzir operações de recompra ou redesconto.<sup>50</sup> Mais ainda, a transparência na condução da política monetária através de diversas ações como os procedimentos do Copom evitaram a necessidade de impor outras medidas que pudessem influenciar o grau de flexibilidade no processo de gerenciar a liquidez da economia.<sup>51</sup>

Com interesse de promover condições que ordenem o mercado, o Banco Central prefere fazer uma política de ajustes graduais em intervenções regulares da taxa de juros. Podem-se citar dois motivos que levam o Banco Central agir de tal forma, o medo de sofrer um *undershooting* e a perda de credibilidade. Entretanto, se o Banco Central é transparente e possui credibilidade, mudanças na taxa não tendem a ser freqüentes, dado que o mercado anteciparia a movimentação do Banco.

---

<sup>49</sup> Atualmente, ainda existem as NBC-E, que representam o estoque remanescente dos títulos do Banco Central em mercado, que foram emitidas anteriormente a maio de 2002 e todas vencem em 2006.

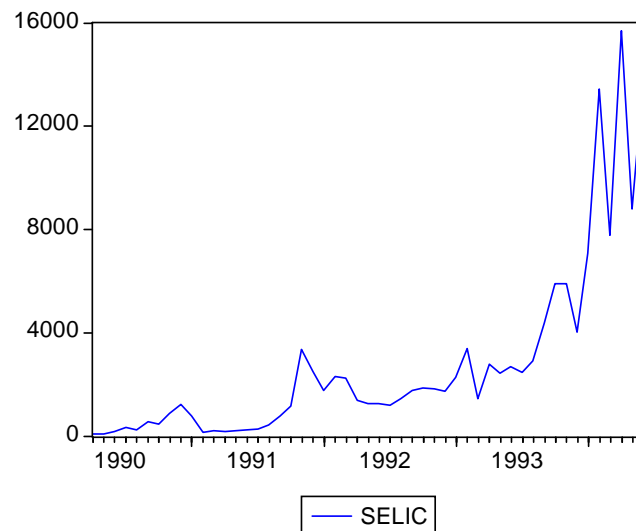
<sup>50</sup> Um exemplo desse tipo de operação foi à venda de um banco brasileiro comercial (Banespa) no começo de 1997 que envolvia um grande fluxo de moeda estrangeira. Uma operação de recompra foi necessária para esterilizar esse fluxo nas reservas bancárias.

<sup>51</sup> As intervenções do Banco Central no mercado monetário visam conduzir a taxa Over-Selic no sentido das metas estabelecidas pelo Copom em suas reuniões, como previsto no regime de metas inflacionárias.

Sob circunstâncias normais a maioria dos bancos centrais tem um compromisso em reduzir a volatilidade da taxa de juros no curto prazo e estão dispostos a aplicar os instrumentos operacionais necessários para atingir esse resultado. A redução na volatilidade da taxa de juros pode ajudar a transmitir os sinais corretos de política monetária e pode ajudar as instituições financeiras a melhor se protegerem dos riscos de crédito e da taxa de juros.

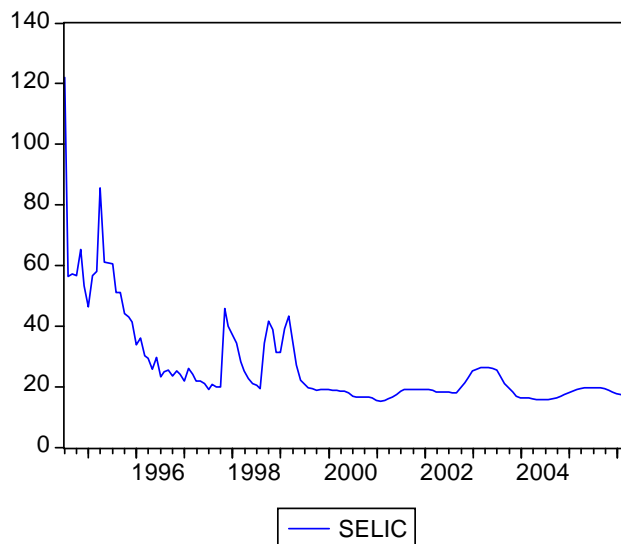
### 3.7 Taxa de Juros - Selic: O Processo Estocástico

Na nossa análise sobre que processo estocástico apresenta a taxa de juros, estaremos utilizando dados de 1990 até o começo de 2006. Na figura 6, vemos que a série da taxa mensal com base anual:



*Figura 6*

O período entre 1990 e 1994 representa o momento da economia brasileira antes da adoção do plano de estabilização - Real. É possível observar a grande discrepância da taxa de juros. Já na figura 7 temos um gráfico a partir de 1994 com a implementação do plano:



*Figura 7*

Pode-se perceber graficamente na série da taxa de juros que existe uma mudança antes e depois de 1994.

Assim sendo, após a identificação do modelo, faz-se necessária a sua estimação, ou seja, encontrar os coeficientes adequados para as variáveis explicativas do modelo. Uma maneira de encontrar a melhor modelagem para uma série temporal é encontrar uma transformação que reduza o resíduo a um ruído branco.

Após essa breve digressão sobre a modelagem, é feita uma análise sobre o porquê das divisões da série temporal de abril de 1990 a abril de 2006. De início, o período global foi seccionado em três grandes subperíodos, levando-se em consideração a mudança no objetivo de política monetária.

O primeiro subperíodo escolhido foi de abril de 1990 a junho de 1994, a ser denominado 9094. Nesse intervalo de tempo, a uma sucessão de choques heterodoxos com políticas baseadas em congelamento de preços e salários e troca de padrão monetário, para conter a inflação.

A partir de julho de 1994, é adotado o plano de estabilização - Real que apresenta uma quebra estrutural nos dados. O segundo subperíodo é de setembro de 1994 a dezembro de 1998 e passa a ser conhecido com 9498. Esse subperíodo foi caracterizado pela queda na inflação e das taxas de juros.

O terceiro subperíodo começa em junho de 1999, para acabar em abril de 2006, e foi caracterizado pela mudança na política cambial passando a ser câmbio flutuante. O subperíodo será denominado 9906.



Na tentativa de estimar um modelo para o período global, encontrou-se uma dificuldade de um modelo que se ajustasse bem à série temporal em questão, aliado aos bons ajustes para os subperíodos, indicando a existência de mudanças estruturais na economia, que não foram compensadas pela política monetária, levando a uma alteração do processo de formação da taxa de juros.

A tabela 7 apresenta o teste DF-GLS que foi aplicado nos subperíodos para testar a existência de raiz unitária na taxa de juros.

*Tabela 7*  
*Teste de Raiz Unitária*  
*(teste DF-GLS)*

<i>Subperíodo</i>	<i>t</i>	<i>Valores críticos</i>		
		1%	5%	10%
9094	-1,47	-2,61	-1,94	-1,61
9498	0,79	-2,61	-1,94	-1,61
9906	-0,11	-2,59	-1,94	-1,61

Estimando-se um modelo para o primeiro subperíodo (9094), encontra-se um  $IMA(1, 2)$  sem constante, ou seja,

$$Z_t = u_t - 0,785945u_{t-1} + 0,443395u_{t-2} \quad \text{onde } Z_t = s_t - s_{t-1}$$

(0,110633)                      (0,120158)

todos os parâmetros são significantes à 1%<sup>52</sup>. O teste  $Q$  para 24 defasagens dos resíduos (ou *lags*) mostra que a probabilidade deles serem ruído branco foi de 0,99, concluindo-se que o modelo é adequado.

O segundo subperíodo (9498), por sua vez, apresentou uma peculiaridade, pois o modelo escolhido foi um  $IMA(1, 1)$  com constante,

$$Z_t = u_t - 0,264593u_{t-1} \quad \text{onde } Z_t = s_t - s_{t-1}$$

(0,135951)

O parâmetro  $MA(1)$  foi significativo à 5% e o teste  $Q$  apresentou probabilidade 0,98.

O terceiro subperíodo (9906), em particular, necessitou de algumas considerações sobre a amostra utilizada. Sendo assim, estima-se um modelo  $ARIMA(2, 1, 2)$  para esse subperíodo.

$$Z_t = u_t + 0,324961u_{t-2} + 0,673476z_{t-1} - 0,145308z_{t-2} \quad \text{onde } Z_t = s_t - s_{t-1}$$

(0,108068)                      (0,070775)                      (0,063576)

onde todos os parâmetros foram significativos à 1% e o apresentou um teste  $Q$  igual a 0,31.

Assim, mostramos que a utilização da taxa de juros como instrumento de política monetária sofreu mudanças ao longo dos últimos 16 anos, principalmente após 1994 que implicou necessariamente em alterações no processo estocástico.

<sup>52</sup>Todos os valores entre parênteses, abaixo das equações dos processos estocásticos, são os desvios padrões.

## 4 Conclusão

A política monetária brasileira teve dois objetivos ao longo dos seus últimos cinquenta anos. Até 1994 a política monetária financiava o déficit público com imposto inflacionário, decorrente do fato da moeda render juros nominais nulos, trazendo em consequência para a população à perda sistemática do poder aquisitivo da moeda. Depois de 1994, ocorre uma mudança fundamental na condução da política monetária. O Banco Central passa a ter como objetivo o controle da inflação. Essa alteração tem dois momentos distintos, primeiramente até 1999 com um sistema de câmbio administrado e em seguida adotando-se um regime de metas para a inflação.

O comportamento do imposto inflacionário e as transferências inflacionárias tiveram algumas mudanças ao longo do tempo nos componentes de tendência do longo prazo ocorrida nos últimos anos. O imposto cresce de 1947 até meados da década de 60, para em seguida declinar até o começo da década de 70. Na década de 80 começa uma nova fase de crescimento que termina em 1994 com o Plano Real, que muda o objetivo da política monetária.

Os procedimentos operacionais sofreram diversas mudanças ao longo da existência do Banco Central. Apesar das adversidades apresentadas pelos diferentes períodos da economia, as mudanças nos procedimentos não estiveram necessariamente ligadas aos objetivos de política monetária. Antes da criação do Banco Central, os procedimentos consistiam no manejo dos mecanismos operacionais do Banco do Brasil como banco comercial, e das operações de redesconto e câmbio.

Com a criação do Banco Central até a introdução do Mercado Aberto, o Orçamento Monetário era o principal mecanismo gerencial, dado que a política monetária era exercida controlando-se a base monetária. A partir de 1970, com o surgimento do Mercado Aberto e a centralização dos caixas dos bancos comerciais, o procedimento operacional passou a ser feito através do controle da taxa de juros.

Esta dissertação estimou o processo estocástico da taxa de juros - Selic no período entre 1990 e 2006. Os resultados encontrados em diferentes subperíodos mostram que o processo estocástico sofreu alterações ao longo tempo. O processo apresenta ser um  $IMA(1, 2)$  no subperíodo entre 1990 e 1994; no subperíodo entre 1994 e 1998 ele é um tipo  $IMA(1, 1)$ . No último subperíodo, entre 1999 e 2006, após testes de raízes unitárias, identifica-se um processo estocástico  $ARIMA(2, 1, 2)$ .

Na análise da Curva de Laffer, o que observamos é que a especificação de Cagan não é rejeitada quando não se inclui uma variável *dummy* para 1994, o ano do Plano Real. Todavia, quando se inclui uma variável *dummy* para 1994 a especificação de Cagan é rejeitada. Por fim, a especificação do imposto inflacionário que corresponde a uma equação de demanda de moeda com elasticidade constante não é rejeitada quando se inclui uma variável *dummy* para o Plano Real.

## References

- [1] Barbosa, F.H. (1991) " O Mercado Aberto Brasileiro: Análise dos Procedimentos Operacionais" *Revista Brasileira de Mercado de Capitais* 16, pp. 36-60.
- [2] Barbosa, F.H. (2005) " The Contagion Effect of Public Debt on Monetary Policy: The Brazilian Experience" *Ensaio Econômicos* nº591.
- [3] Barbosa, F.H. e Maia, E. (2005) "A Demanda de Reservas Bancárias no Brasil" *Ensaio Econômicos*, nº581.
- [4] Bisignano, J. (1996) " Varieties Of Monetary Policy Operating Procedures: Balancing Monetary Objectives With Market Efficiency", *BIS working paper Nº 35*.
- [5] Bonomo M. and Brito, R. (2002) " Regras Monetárias e Dinâmica Macroeconômica no Brasil: Uma Abordagem de Expectativas Racionais" *Revista Brasileira de Economia*, Dezembro de 2002.
- [6] Borio, C. (2000), "A Hundred Ways to Skin a Cat: Comparing Monetary Policy Operating Procedures in the United States, Japan and the Euro Area", *BIS papers* vol. 9, pp. 1-23.
- [7] Borio, C.(1997), "The Implementation of Monetary Policy in Industrial Countries: A Survey", *BIS Economic Papers*, nº 47, July.
- [8] Blenck D., Hasko H., Hilton S. and Masaki, K. (2000), "The Main Features of the Monetary Policy Framework of the Bank of Japan, The Federal Reserve and the Eurosystem", *BIS papers* vol. 9, pp. 23-57.
- [9] Brunner, A.D. and Lown C.S. (1993) " The Effects of Lower Reserve Requirements on Money Market Volatility" *American Economic Review* 83, pp. 199-205.
- [10] Calvo, G. and Reinhart C. (2002), "Fear of Floating", *Quarterly Journal of Economics*, 117(2): 379-408, May.
- [11] Cysne, R. P. (1994), "Imposto Inflacionário e Transferências Inflacionárias no Brasil" *Revista de Economia Política*, vol. 14, nº14 (55).
- [12] Cysne, R. P. (2005), "What Happens After The Central Bank of Brazil Increases The Target Interbank Rate by 1% ?" *Ensaio Economico da EPGE* nº 590.
- [13] Dale, S. and Rossi, M. (1996) "A Market for Intra-day Funds: Does It Have Implications For Monetary Policy?", *Working Paper Nº 46*, Bank of England, March.
- [14] Feinman, Joshua N. (1993) "Reserve requirements: history, current practice, and potential reform", *Federal Reserve Bulletin*, June.

- [15] Filosa, Renato (2001) "Monetary Policy Rules in Some Mature Emerging Economies", *BIS papers*, n° 8, pp 39-68, Novembro.
- [16] Furfine, C.H. (2000) "Interbank Payments And The Daily Federal Funds Rates", *Journal of Monetary Economics* 46:535-553.
- [17] Fraga A., Goldfajn I. and Minella A. (2003) "Inflation Targeting in Emerging Market Economies", *NBER*, Working Paper n°10019.
- [18] Gilbert, R.Anton (1985) "Operating Procedures for Conducting Monetary Policy", *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis, February, pp. 13-21.
- [19] Goodhart, C. (1994) "Central Bank Independence" The Quest for Monetary Stability.
- [20] Guthrie, G. and Wright J. "Open Mouth Operations" *Journal of Monetary Economics*, 2000.
- [21] Hawkins, J. (2005) "Globalisation and Monetary Operations in Emerging Economies", *BIS papers* vol. 23, pp. 59-81.
- [22] Kasman, B. (1992) "A Comparison of Monetary Operating Procedures In Six Industrial Countries", *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of New York, summer.
- [23] Kneeshaw, J.T. and Van den Bergh, P. (1989) " Changes in Central Bank Money Market Operating Procedures in the 1980s", *BIS Economic Papers Nº 23*, Bank for International Settlements, Basle, January.
- [24] Malan, P.S. and Bonelli, R. (1977) " The Brazilian Economy in The Seventies: Old and New Developments" *World Development*, jan./fev.
- [25] Mohanty, M.S. and Scatigna M. (2005) "Has Globalisation Reduced Monetary Policy Independence?", *BIS papers* vol. 23, pp. 17-59.
- [26] Obstfeld, M. and Rogoff, K. (1996), "Foundations of International Macroeconomics", *Cambridge, MA: MIT Press*.
- [27] Pastore, A. (1974) "A Oferta de Moeda no Brasil", Instituto de Pesquisas Econômicas - USP.
- [28] Posen, A. (1993) "Central Bank Independence Does Not Cause Low Inflation: The Politics Behind the Institutional Fix", mimeo, *Harvard University*, December.
- [29] Siegel, J.J. (1981) "Bank Reserves and Financial Stability", *Journal of Finance*.
- [30] Svensson, Lars (1999) "Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule", *Journal of Monetary Economics*, 43, pp 607-54.

- [31] Svensson, Lars (2002) "Inflation Targeting: Should it be modelled as an Instrument Rule or a Target Rule", *European Economic Review*, 46, pp 771-80.
- [32] Taylor, J. (1979) "Estimation and Control of a Macroeconomic Model with Rational Expectations", *Econometrica*, Vol.47.
- [33] Taylor, J. (1999) "The Robustness and Efficiency of Monetary Policy Rules as Guidance for Interest Rate Setting by the European Central Bank", *Journal of Monetary Economics* 43, pp 655-77.
- [34] Taylor, J. (2001) "Expectations, Open Market Operations and Changes in the Federal Fund Rate", SIEPR Discussion Paper n° 00-28.
- [35] Tietmeyer, H. (1994) "The Role and Instruments Of Monetary Policy", lecture at the 50th Discussion on the State of the Economy, Kiel, 26th September.
- [36] Thornton, Daniel L. (2000) "The Relationship Between the Federal Funds Rate and the Fed's Federal Funds Rate Target: Is it Open Market or Open Mouth Operations?" Unpublished paper, Federal Reserve Bank of St. Louis, December.
- [37] Van 't dack, J. (1999) "Implementing Monetary Policy in Emerging Market Economies: An Overview of Issues", *BIS policy papers* n° 5, March 1999.
- [38] Zelmer, M. (1995) "Strategies vs. Tactics For Monetary Policy Operations", Bank of Canada, unpublished paper.

# Livros Grátis

( <http://www.livrosgratis.com.br> )

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)  
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)  
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)  
[Baixar livros de Matemática](#)  
[Baixar livros de Medicina](#)  
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)  
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)  
[Baixar livros de Meteorologia](#)  
[Baixar Monografias e TCC](#)  
[Baixar livros Multidisciplinar](#)  
[Baixar livros de Música](#)  
[Baixar livros de Psicologia](#)  
[Baixar livros de Química](#)  
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)  
[Baixar livros de Serviço Social](#)  
[Baixar livros de Sociologia](#)  
[Baixar livros de Teologia](#)  
[Baixar livros de Trabalho](#)  
[Baixar livros de Turismo](#)