

Comportamento da base monetária e seus fatores condicionantes no Brasil no período de janeiro de 1992 a março de 1996

ROBERT WAYNE SAMOHYL*

ROBERTO MEURER*

This paper studies the behavior of the monetary base and its proximate determinants in Brazil between January of 1992 and March of 1996. To achieve this, the paper analyzes monthly variations of the base, using correlation coefficients and the relative participation of each determinant on total variation. The analysis demonstrates that there are several specific differences before and after the Real Plan in the profile of the determinants. However, the analysis also shows that in both periods one of the major determinants of the monetary base is the net flow of foreign exchange to Brazil.

1. INTRODUÇÃO

Um dos aspectos mais importantes a ser analisado na economia é a base monetária, porque reflete o comportamento dos demais agregados monetários e também do lado real da economia. Por outro lado, a base monetária também influencia o comportamento de outras variáveis econômicas como, por exemplo, a taxa de juros, por sua estreita relação com o grau de liquidez imediata da economia. Neste sentido, o objetivo deste trabalho é verificar o desempenho da base monetária, de seus fatores condicionantes e suas inter-relações no período de janeiro de 1992 a março de 1996. Para enfatizar o Plano Real e sua possível influência na base e seus fatores condicionantes, o período é subdividido em antes do Plano Real, de janeiro de 1992 a junho de 1994, e após a implementação, de julho de 1994 a março de 1996.

A economia brasileira no período apresentou tanto períodos de retração da atividade econômica, especialmente até o final de 1992, como períodos de crescimento, embora a taxas muito variáveis. Também foi influenciada pela crise política de 1992 e pela implantação do Plano Real em 1994. A inflação caracterizou-se por um movimento ascendente, partindo de níveis em torno de 25% em janeiro de 1992 até chegar a aproximadamente 50% em junho de 1994 e de queda drástica com o Plano Real.

* Professores da Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC), dos Departamentos de Engenharia de Produção e de Economia, respectivamente. Agradecemos a dois relatores de parecer desta revista pelas valiosas sugestões que permitiram aperfeiçoar este trabalho. Os erros remanescentes são, é claro, de nossa responsabilidade.

Na próxima seção é discutido o comportamento da base monetária. Na seção 3, analisam-se os fatores condicionantes da base monetária, através dos coeficientes de correlação e participação relativa na variação total. A última seção apresenta as principais conclusões.

2. COMPORTAMENTO DA BASE MONETÁRIA

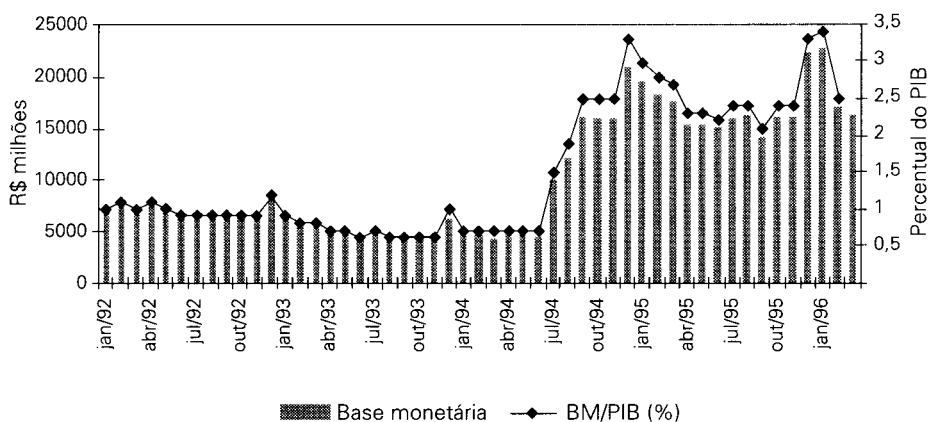
A base monetária é a soma de papel-moeda emitido pelo Banco Central com as reservas bancárias (depósitos compulsórios sobre os depósitos a vista, mantidos pelos bancos junto ao Banco Central por força de regulamentações). Além da emissão de moeda pelo Banco Central e depósitos compulsórios, há outras variáveis que têm influência sobre o comportamento da base monetária. As principais são fatores sazonais, inflação, taxas de juros interna e externa e o nível de atividade econômica. Estas variáveis são interligadas e têm maior atuação sobre a demanda por moeda, que não está sob inteiro controle do Banco Central e não é resultado direto de medidas de política econômica.

O gráfico 1 mostra o valor da base monetária em termos reais e como proporção do PIB para o período em análise. É claramente perceptível a tendência à queda no período pré-real, indicando um esforço do Banco Central para controlar a liquidez financeira na economia. No final de janeiro de 1992 a base monetária representa 1,1% do PIB, chegando a ínfimos 0,5% em junho de 1994. Os poucos meses em que ocorrem elevações consideráveis antes do Plano Real, são os meses de dezembro, em decorrência do alto consumo de final de ano e pagamento do décimo-terceiro salário. Mesmo nesse caso é possível detectar o comportamento de queda, pois em dezembro de 1993 a base monetária representa 0,8% do PIB, ante 1,2% em 1992 e 1,4% em 1991. Com o Plano Real e a queda da inflação, reduz-se o custo de oportunidade da retenção de ativos monetários (M1), o que gera aumento da demanda por moeda e, em seguida, o aumento da base monetária, por política do Banco Central. O aumento da base monetária ocorreu tanto em termos de papel-moeda emitido quanto das reservas bancárias. Inicialmente, entretanto, as reservas bancárias aumentaram mais, chegando a representar 50% da base, em consequência da elevação do compulsório a 100% dos aumentos dos depósitos a vista em relação a 30 de junho de 1994. Posteriormente, a participação nos meios de pagamento do papel-moeda emitido aumentou, tanto em função de pequenas reduções do compulsório, o que aumenta o multiplicador monetário, como pela mudança de hábitos da população, enfrentando menos inflação e conseqüentemente menos custo de oportunidade em reter encaixes monetários.

3. COMPORTAMENTO DOS FATORES CONDICIONANTES DA BASE MONETÁRIA

Todas as transações financeiras que são efetuadas na economia e que lhe afetem o nível de liquidez são captadas pelos fatores condicionantes da base monetária. Os fatores condicionantes da base monetária podem ser expansionistas, quando geram um aumento da quantidade de dinheiro em circulação na economia, ou contracionistas, quando levam a uma redução da quantidade de recursos monetários do sistema. Para

GRÁFICO 1
Base Monetária Total e Proporção do PIB — Jan/92 a Mar/96



a economia brasileira no período em estudo os principais fatores condicionantes são operações do tesouro nacional, operações com títulos públicos, setor externo, DER/RER, depósitos de instituições financeiras, depósitos dos Fundos de Aplicações Financeiras (FAF/FRF-CP/FIF-CP) e assistência financeira de liquidez.

Análise da correlação entre fatores condicionantes da base monetária

A responsabilidade principal do Banco Central é a manutenção da estabilidade monetária, para possibilitar um nível de preços relativamente constante. Também é da sua competência administrar o câmbio e as taxas de juros, que devem ser compatíveis com crescimento econômico e o pleno emprego. Utilizando os instrumentos a seu dispor, o Banco Central assume comportamentos diferentes dependendo do maior ou menor grau de autonomia em relação às outras áreas do governo, das metas perseguidas, das influências domésticas e dos choques externos que podem ameaçar a estabilidade monetária. Quando o Banco Central é passivo, não há reação às ameaças à estabilidade, e o valor da moeda não é protegido. O exemplo clássico de passividade dos livros-texto é o gasto do tesouro federal acima da arrecadação. Isto gera emissão de dinheiro, ocasionando excesso de liquidez e inflação. Um Banco Central ativo na economia, por outro lado, tentaria compensar as variações na procura e oferta monetária no curto e médio prazos pela utilização de instrumentos de política monetária. Um dos mais utilizados no período sob análise é a venda de títulos públicos no *open market*. Quando aumenta a liquidez no mercado, a venda de títulos pode enxugá-la. Assim, o Banco Central protege a estabilidade da oferta de moeda. Outro exemplo: quando a taxa de juros é considerada baixa demais, o Banco Central vende títulos, elevando a taxa. Os gráficos abaixo mostram os determinantes da base monetária mais importantes no período. Os valores positivos são expansionistas e valores negativos são contracionistas.

Os fatores condicionantes da base monetária inter-relacionam-se. Dentre estas inter-relações destacam-se aquelas envolvendo as operações com títulos públicos, que contrabalançam a liquidez gerada por outros condicionantes. Esta constatação é mais evi-

dente no caso do setor externo (gráfico 2). Ao longo de quase todo o período, o setor externo gera acúmulo de reservas internacionais, vindas de investimentos estrangeiros ou de superávits na balança comercial. Isto contribui para maior liquidez interna, que em seguida é retirada do mercado através de operações com títulos públicos. É somente no período de julho de 1994 a julho de 1995 que o setor externo não influencia o comportamento da base. Os gráficos 3, 4 e 5 mostram a pouca importância dos outros determinantes da base comparativamente às transações com o exterior. A influência do tesouro nacional (gráfico 3) é contracionista em praticamente todo o período, exceto nos últimos quatro meses. O gráfico 4 mostra que nos meses de dezembro de 1994, julho e novembro de 1995 a assistência financeira de liquidez foi importante fator expansionista. Finalmente, o gráfico 5 mostra que a devolução dos valores bloqueados no Plano Collor foi expansionista até agosto de 1992, e em seguida inexpressivo.

GRÁFICO 2

Contribuição à Base Monetária: Títulos Públicos e Setor Externo — Jan/92 a Mar/96

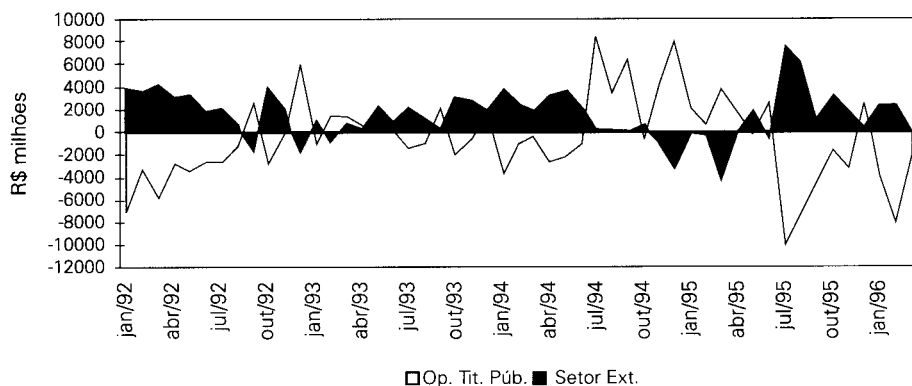


GRÁFICO 3

Contribuição à Base Monetária: Operações com Títulos Públicos e Tesouro Nacional — Jan/92 a Mar/96

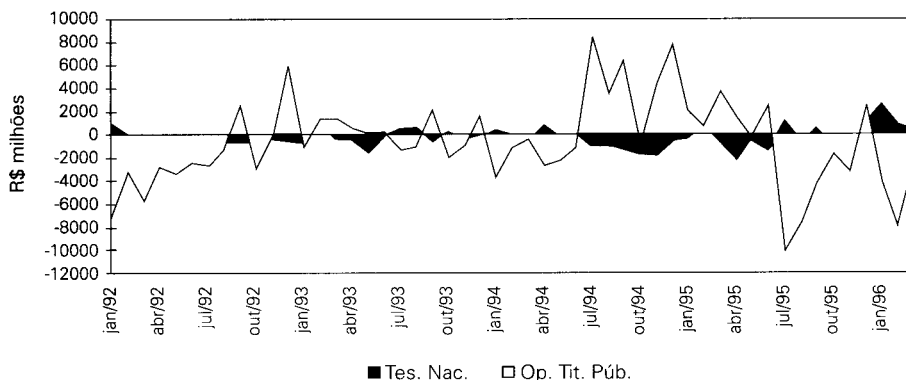


GRÁFICO 4

Contribuição à Base Monetária: Operações com Títulos Públicos e Assistência Financeira de Liquidez — Jan/92 a Mar/96

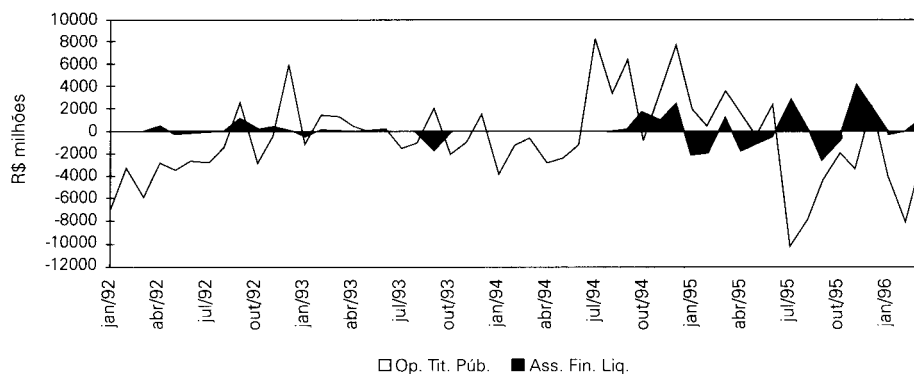
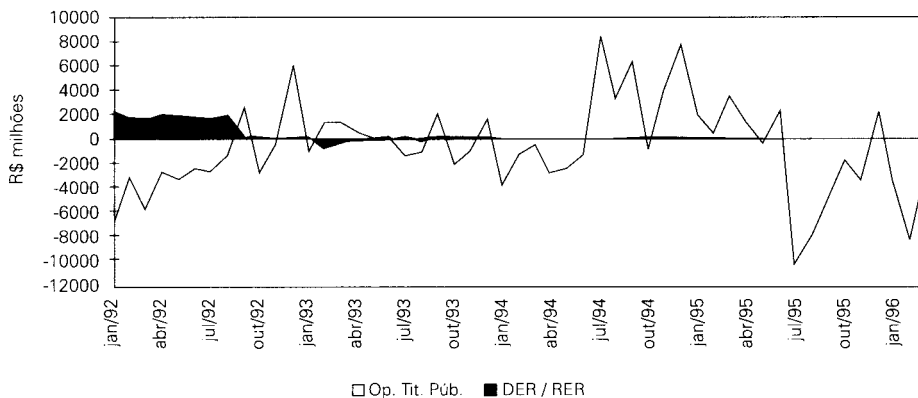


GRÁFICO 5

Contribuição à Base Monetária: Operações com Títulos Públicos e DER / RER — Jan/92 a Mar/96



Para obter uma medida da influência dos movimentos dos fatores condicionantes na base monetária, é possível analisar a matriz de coeficientes de correlação entre os próprios fatores condicionantes, apresentada nas tabelas 1 e 2. Os coeficientes que apresentam valores estatisticamente significantes estão assinalados em negro.¹

¹ O coeficiente de correlação deve ser de 0,306 para ter significância ao nível de 5% no caso da tabela 1 e 0,37 no caso da tabela 2.

TABELA 1
Coeficientes de Correlação dos Fatores Condicionantes da Base Monetária
Jan/92 a Jun/94

	Tes. Nac.	Op.Tít. Públicos	Setor Externo	DER/ RER	Dep. Inst. Financ.	Dep. FAF	Ass. Fin. Liquidez	Outros	Var. BM
Tesouro Nacional	1								
Op. Títulos Públicos	-0,325	1							
Setor Externo	0,187	-0,870	1						
DER/RER	-0,089	-0,610	0,390	1					
Dep. Inst. Financ.	-0,162	0,231	-0,239	-0,083	1				
Dep. FAF	-0,066	-0,378	0,311	-0,005	0,051	1			
Ass. Fin. Liquidez	0,025	-0,034	-0,036	0,033	-0,022	-0,372	1		
Outros	-0,142	0,298	-0,278	-0,183	0,091	0,174	-0,514	1	
Variação BM	-0,133	0,545	-0,241	-0,207	0,337	-0,478	0,200	-0,009	1

Fonte: Samohyl, 1995.

TABELA 2
Coeficientes de Correlação dos Fatores Condicionantes da Base Monetária
Jul/94 a Mar/96

	Tes. Nac.	Op.Tít. Públicos	Setor Externo	DER/ RER	Dep. Inst. Financ.	Dep. FAF	Ass. Fin. Liquidez	Outros	Var. BM
Tesouro Nacional	1								
Op. Títulos Públicos	-0,465	1							
Setor Externo	0,321	-0,791	1						
DER/RER	-0,398	0,408	-0,487	1					
Dep. Inst. Financ.	0,430	-0,601	0,363	-0,236	1				
Dep. FAF	-0,354	0,019	0,007	0,466	0,118	1			
Ass. Fin. Liquidez	-0,023	-0,080	0,086	-0,264	-0,196	-0,494	1		
Outros	-0,034	-0,330	0,451	-0,290	0,180	-0,041	0,056	1	
Variação BM	-0,071	0,581	-0,131	-0,063	-0,283	-0,178	0,372	0,053	1

Fonte: Calculado a partir de dados do Boletim do Banco Central do Brasil e *Gazeta Mercantil*.

É importante enfatizar que a correlação entre um fator condicionante da base e a variação da própria base não tem grande valor analítico para o período em estudo. Como o Banco Central regula a base monetária, ela se torna mais estável, subindo e descendo pouco. Conseqüentemente, o coeficiente de correlação entre qualquer fator e a base reflete relações espúrias, pois a base é o resultado final de variações em todos os fatores. Por exemplo, o coeficiente de correlação de 0,545 entre operações com títulos públicos e variações da base no primeiro período, decorre do fato de os títulos públicos serem contracionistas justamente quando as variações da base são negativas (gráfico 1). Portanto, é muito mais importante analisar as correlações existentes entre fatores, como já foi feito acima graficamente, principalmente num período como esse, em que a meta da política monetária do Banco Central é contrabalançar o excesso de liquidez financeira.

Dos coeficientes de correlação entre os fatores condicionantes da base monetária, é destacado o existente entre as operações do setor externo e as operações com títulos públicos (-0,87 no primeiro período e -0,791 no segundo). Isto mostra que

quando ocorria um comportamento expansionista do setor externo, o que aconteceu em 39 dos 51 meses, em geral havia movimento contracionista das operações com títulos públicos. De fato, o sinal do impacto de títulos públicos e setor externo não é invertido em apenas nove meses do período, como fica claro no gráfico 2.

A correlação também é negativa entre operações com títulos públicos e Tesouro Nacional, maior no segundo período (-0,465) do que no primeiro (-0,325), mostrando a complementaridade entre política fiscal e monetária. Quando ocorre superávit do Tesouro, a necessidade de colocação de títulos é menor e quando ocorre déficit, expandindo a liquidez, é necessária a colocação de títulos públicos para enxugar estes recursos.

A correlação negativa também aparece entre operações com títulos públicos e DER/RER² (-0,61) no primeiro período. Quando os cruzados bloqueados eram liberados, o seu proprietário podia deixá-los na conta de DER ou sacá-los. Uma parte considerável dos recursos era sacada, o que expandia a liquidez da economia, exigindo a colocação dos títulos públicos para esterilizar esse acréscimo de liquidez. No segundo período, a correlação é positiva, mas neste período o seu impacto sobre a base monetária já é extremamente reduzido.

No período pré-real, não há correlação significativa entre os depósitos de instituições financeiras e as operações com títulos públicos, situação que se inverte no período pós-real (-0,601), pois há uma sensível mudança na política econômica, que exige depósitos dos bancos junto ao Banco Central sobre captações em depósitos a prazo e operações ativas.

Há ainda outras correlações significativas, mas que aparentemente não têm significado econômico, provavelmente decorrentes de movimentos tendenciais no período. Por exemplo, como o setor externo e DER/RER são expansionistas, a correlação tenderá a ser positiva.

Os gráficos 2, 3, 4, e 5 apresentam uma idéia visualizada da importância absoluta de cada fator. A análise dos coeficientes de correlação entre os fatores condicionantes e com a base monetária mostra o quanto o comportamento dos fatores está relacionado entre si, mas não fornece informações sobre a influência no comportamento total da base, ou seja, não se sabe ainda quais os fatores que mais a influenciam, o que é visto a seguir.

Participação dos fatores condicionantes da base monetária na variação total

Para determinar o quanto da variação total da base monetária é devida a cada fator condicionante, o valor mensal foi elevado ao quadrado, para eliminar o efeito de sinais contrários dos fatores. Deste valor, apresentado nas tabelas 3 e 4 como SOMA-QUAD, foi calculada a média mensal (MÉDIA SQ) e extraída a raiz quadrada (RAIZ MSQ), o que retorna os valores a um padrão comparável com a variação total da base monetária. RAIZ MSQ pode ser interpretado como a média do valor da variação do fator no período. Comparando-se RAIZ MSQ de cada fator com o mesmo número correspondente à variação total da base tem-se a influência relativa do item na variação da base, indicado nas tabelas 3 e 4 como RMSQ RELA. A participação relativa é também apresentada no gráfico 6.

² Os DER - Depósitos Especiais Remunerados, são contas destinadas especificamente às liberações de cruzados novos bloqueados pelo Plano Collor em março de 1990.

TABELA 3
Fatores Expansionistas e Contracionistas da Base Monetária Corrigidos pelo IGP-DI
Jan/92 a Jun/94

	Tesouro Nacional	Operações c/ Tít. Públicos	Setor Externo	DER/RER	Depósitos Inst. Financ.
SOMAQUAD	9,90E+06	2,31E+08	1,82E+08	2,83E+07	1,36E+06
MÉDIA SQ	3,30E+05	7,71E+06	6,07E+06	9,44E+05	4,53E+04
RAIZ MSQ	574,37	2776,28	2464,15	971,47	212,79
RMSQ RELA	0,42	2,01	1,79	0,70	0,15
	Depósitos dos FAF	Assistência Finan. Líquid.	Outros	Variação Base Monetária	
SOMAQUAD	2,10E+06	4,34E+06	1,75E+05	5,70E+07	
MÉDIA SQ	7,00E+04	1,45E+05	5,83E+03	1,90E+06	
RAIZ MSQ	264,53	380,25	76,35	1378,98	
RMSQ RELA	0,19	0,28	0,06	1,00	

Fonte: Samohyl, 1995.

TABELA 4
Fatores Expansionistas e Contracionistas da Base Monetária Corrigidos pelo IGP-DI
Jul/94 a Mar/96

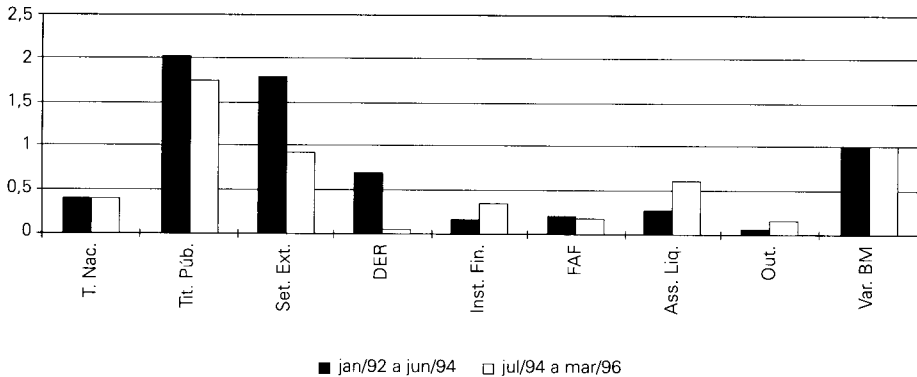
	Tesouro Nacional	Operações c/ Tít. Públicos	Setor Externo	DER/RER	Depósitos Inst. Financ.
SOMAQUAD	2,91E+07	5,20E+08	1,47E+08	1,45E+05	2,18E+07
MÉDIA SQ	1,38E+06	2,47E+07	7,01E+06	6,92E+03	1,04E+06
RAIZ MSQ	1176,37	4973,98	2647,52	83,20	1019,46
RMSQ RELA	0,41	1,74	0,93	0,03	0,36
	Depósitos dos FAF	Assistência Finan. Líquid.	Outros	Variação Base Monetária	
SOMAQUAD	5,66E+06	6,10E+07	4,29E+06	1,71E+08	
MÉDIA SQ	2,70E+05	2,90E+06	2,04E+05	8,13E+06	
RAIZ MSQ	519,35	1704,13	451,85	2851,29	
RMSQ RELA	0,18	0,60	0,16	1,00	

Fonte: Calculado a partir de dados do Boletim do Banco Central do Brasil.

Dos valores, chamam a atenção as operações com títulos públicos, 2,01 vezes a variação da base monetária antes do Plano Real e 1,74 após. Isto significa que o saldo das operações envolvendo títulos públicos excedeu a variação total da base monetária na média do período, tendo sido o dobro no primeiro e quase o dobro no segundo.

Destacam-se também as operações do setor externo, cujo volume foi 1,79 vezes a variação da base monetária antes do Plano Real e de 0,93 vezes entre julho de 1994 e março de 1996. Ocorreu redução da participação relativa do setor externo no segundo período, mas não na magnitude apresentada pelo índice (0,93), porque o valor absoluto das variações da base monetária após o Plano Real é maior, apesar de a pressão expansionista da entrada de recursos ter sido diminuída com a redução dos superávits e até mesmo déficits da balança comercial.

GRÁFICO 6

Participação Relativa dos Fatores Condicionantes
na Variação Total da Base Monetária

Desta forma mostra-se novamente a complementaridade das operações com títulos públicos e setor externo no funcionamento do sistema monetário. Efetivamente há uma grande acumulação de reservas internacionais no período, que passam de US\$ 9.406 milhões em dezembro de 1991 para US\$ 55.753 milhões em março de 1996. A acumulação de reservas constitui um considerável custo, porque tem de haver uma contrapartida monetária interna;³ a maior entrada de divisas que saída gera necessariamente a emissão de moeda pelo Banco Central.⁴ Caso a contrapartida do acúmulo de reservas entre na circulação monetária, aumentará o nível de liquidez da economia, e se manifestará no aumento de preços. Uma das alternativas para controlar a liquidez é esterilizar os recursos oriundos do setor externo através da venda de títulos públicos. Quando o movimento de acumulação de reservas é contínuo, a necessidade de colocação de títulos aumenta, pela entrada de novos recursos, pelo pagamento de juros a taxas elevadas e pela necessidade de rolar a dívida interna resultante da emissão anterior. A contínua necessidade de emissão de títulos leva a uma pressão altista sobre a taxa de juros, o que possivelmente alarga o diferencial entre as taxas praticadas no país e no exterior, estimulando ainda mais o ingresso de capital internacional (*hot money*).⁵ A elevada participação das operações com títulos públicos e do setor externo mostra a importância da colocação de títulos para esterilizar os efeitos monetários do saldo cambial. O único pe-

³ O Banco Central impõe limites às posições compradas ou vendidas dos bancos em dólares. O objetivo é permitir um maior controle sobre o fluxo de divisas e moeda interna correspondente. De acordo com os interesses dos executores da política monetária, esses limites são modificados.

⁴ Em artigo recente sobre a base monetária e os fatores condicionantes para o período de 1991 a 1994, Garcia (1995) argumenta que a base monetária não sofre variação em função de influxo de capital estrangeiro quando ele é utilizado para compra de títulos públicos, assim não envolvendo o setor privado. Neste caso, o influxo vai diretamente para o ativo do Banco Central somando reservas internacionais com correspondente aumento no passivo do Banco Central, o título público emitido. Conseqüentemente, a base não é alterada. No entanto, não é comprovado empiricamente no artigo que o influxo de capital estrangeiro é realmente utilizado exclusivamente na compra de títulos públicos no período analisado, e não na compra de ações brasileiras ou resultado de emissão de títulos brasileiros no exterior.

⁵ Cf., entre outros, Meyer, 1993.

ríodo onde há queda nas duas séries é de junho de 1994 a junho de 1995. Durante esses meses, o Banco Central comprava títulos da dívida pública, aproveitando a fase de remonetarização do mercado no início do Plano Real, sem sofrer pressões do setor externo. A relação entre reservas internacionais e a dívida pública mobiliária é tão estreita que praticamente não há diferenças entre as duas séries,⁶ como se vê nos gráficos 7 e 8.

A participação média da liberação de cruzados novos de 0,7 entre janeiro de 1992 e junho de 1994 mostra a importância que esta variável teve sobre a liquidez da economia, principalmente até agosto de 1992, quando foi liberada a última parcela dos

GRÁFICO 7

Dívida Pública Mobiliária (em Termos Reais) e Reservas Internacionais (US\$) — Jan/92 a Mar/96

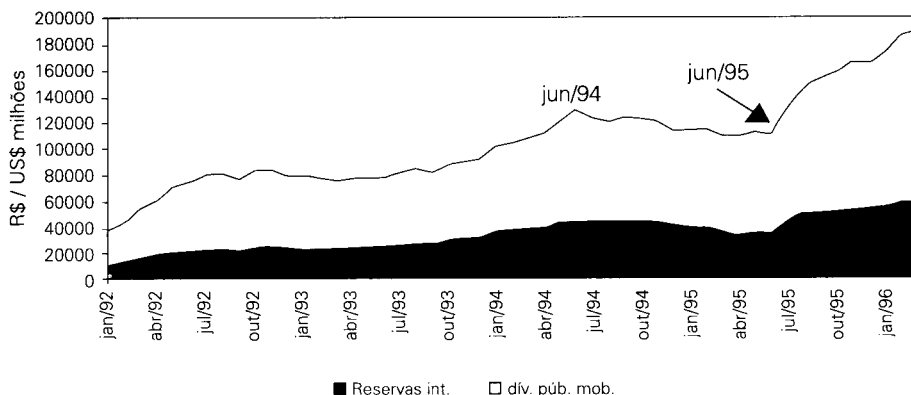
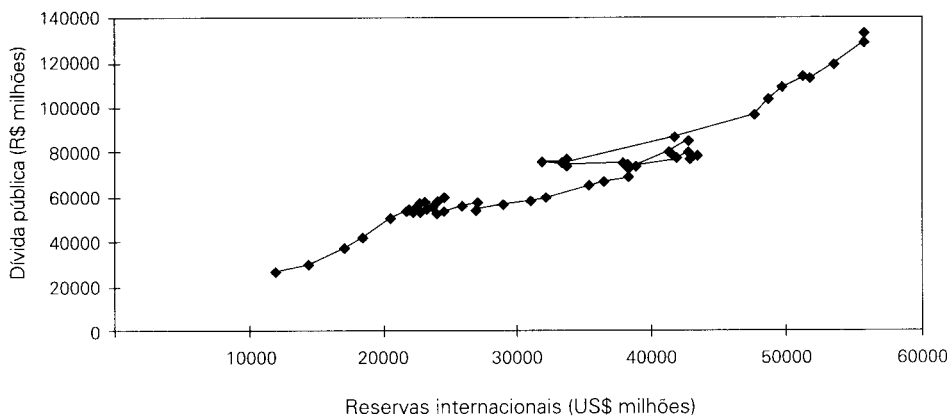


GRÁFICO 8

Relação entre Dívida Pública e Reservas Internacionais — Jan/92 a Mar/96



⁶ Uma regressão entre as duas séries apresenta o seguinte resultado:

$$\text{Div. púb. mob.} = 5528 + 1,93 \text{ reservas}$$

$$R^2 = 0,91.$$

valores bloqueados. A participação média do saldo do Tesouro Nacional no período é relativamente pequena e muito constante, 0,41 antes do Plano Real e 0,42 após. Não é possível analisar, neste aspecto, a influência da rolagem da dívida e seus encargos, pois o resultado das operações com títulos públicos refere-se apenas à diferença líquida entre colocação e resgate dos títulos.

A assistência financeira de liquidez mostra um avanço considerável na participação entre os dois períodos, de 0,28 para 0,60. É possível observar que já antes do Plano Real pelo menos uma parcela do sistema financeiro teve de utilizar as linhas de crédito do Banco Central em valores não desprezíveis. Após o Plano Real, a série de quebras de bancos e o financiamento do Proer explicam estes valores.

A participação relativamente elevada e constante (0,19 e 0,18) das operações dos Fundos de Aplicações Financeiras,⁷ mostra a popularidade deste produto no mercado financeiro. Isto ocorria em função do rendimento diário, tornando-se um refúgio de grande parcela dos recursos do mercado, especialmente de pessoas físicas. Uma maior penalização destas aplicações de curtíssimo prazo acontece apenas a partir de outubro de 1995.

4. CONCLUSÃO

É evidente a mudança de comportamento da base monetária com o Plano Real. Antes do Plano Real, há queda do valor real da base monetária, refletindo a substituição da moeda em seu sentido estrito em consequência da inflação. A queda da inflação e do custo de oportunidade da retenção de moeda revertem este processo. Dos fatores condicionantes da base monetária merecem destaque o comportamento expansionista do setor externo e a utilização das operações com títulos públicos para anular a entrada de recursos no sistema financeiro nacional através do mercado de câmbio. Também têm valor elevado as operações de liberação dos cruzados bloqueados, no período pré-Real. As operações de assistência financeira de liquidez passam a ter muita importância após o Plano Real, refletindo socorro do Banco Central a parcelas do sistema financeiro.

REFERÊNCIAS

- BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL, Brasília, vários números.
- GARCIA, Márcio G. P. (1995) "Política monetária e cambial: algumas lições do período 1991-1994". *Estudos Econômicos*, São Paulo, v. 25, n° 3, set.
- GAZETA MERCANTIL, São Paulo, várias edições.
- MEURER, Roberto (1995) "Inter-relação entre juros e inflação no curtíssimo prazo — A experiência brasileira entre janeiro de 1992 e junho de 1994". Dissertação de mestrado, Curso de Pós-Graduação em Engenharia de Produção, UFSC, Florianópolis.
- MEYER, Arno (1993) "Apoio financeiro externo e estabilização econômica". *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 13, n° 1 (49), jan./mar, pp. 135-148.
- SAMOHYL, Robert Wayne (1995) *Variations in the Brazilian Monetary Base and Their Proximate Causes*. Florianópolis, mimeo.

⁷ Estão incluídos neste fator condicionante os fundos que se sucederam no período: Fundo de Aplicação Financeira, Fundo de Renda Fixa – Curto Prazo e Fundos de Investimento Financeiros – Curto Prazo, cujas características são muito similares.

ANEXO

Fatores Condicionantes da Base Monetária — Jan/1992 a Mar/1996 (em Milhões de Reais de Março de 1996)

Mês	Tes.	Op. Tit.	Setor	DER/	Dep. Inst.	Dep.	Ass. Fin.	Outros	Var. BM
	Nacion.	Públicos	Externo	RER	Financ.	FAF	Liquidez		Total
jan/92	872	-7146	3958	2279	-513	-194	-14	12	-747
fev/92	10	-3156	3533	1599	80	202	-7	81	2342
mar/92	90	-5843	4251	1700	-138	112	-5	17	185
abr/92	-721	-2674	2931	1933	89	-222	416	49	1801
mai/92	-932	-3389	3300	1794	-188	93	-123	29	584
jun/92	-499	-2468	1678	1797	168	105	-62	101	819
jul/92	-58	-2706	2068	1647	-14	102	-61	85	1062
ago/92	-557	-1310	707	1988	1	249	-59	70	1089
set/92	-625	2601	-1817	164	50	-292	1029	61	1172
out/92	-362	-2799	4005	140	43	-40	201	51	1238
nov/92	-453	-272	1952	-17	-88	52	326	74	1573
dez/92	-584	6031	-1815	140	-17	-639	89	45	3249
jan/93	-665	-1130	1041	105	-222	534	-332	124	-545
fev/93	1062	1452	-902	-754	161	-127	48	78	1018
mar/93	-453	1428	737	-206	-464	-245	106	66	969
abr/93	-399	567	296	-20	133	483	-26	44	1078
mai/93	-1450	165	2143	-110	-40	299	-70	99	1036
jun/93	-68	188	814	89	-254	-61	-13	59	754
jul/93	448	-1406	2130	129	-69	-65	-16	171	1322
ago/93	547	-1018	1308	-112	42	121	-10	42	920
set/93	-556	2222	252	100	97	235	-1671	181	860
out/93	227	-2001	2999	149	8	16	-7	41	1431
nov/93	-294	-906	2591	104	-162	-33	-6	59	1352
dez/93	-75	1625	1679	127	-331	-337	-15	66	2739
jan/94	333	-3819	3803	81	-590	570	-9	61	429
fev/94	89	-1182	2348	57	-22	-145	-7	73	1212
mar/94	-707	-428	1720	63	307	87	-12	28	1058
abr/94	671	-2737	3151	53	87	240	-4	44	1505
mai/94	-207	-2238	3578	91	94	107	-4	38	1459
jun/94	-23	-1171	2037	64	41	263	-13	30	1229
jul/94	-938	8465	204	-25	-1735	-324	0	52	5699
ago/94	-945	3335	23	77	123	-256	23	1	2382
set/94	-1156	6470	-4	148	-1216	-106	291	-221	4207
out/94	-1673	-736	590	96	243	-23	1758	1	257
nov/94	-1801	4116	-887	107	-2407	38	981	158	304
dez/94	-529	7852	-3290	136	-1163	-85	2468	-164	5225
jan/95	-189	2104	-148	94	-348	-610	-1987	-21	-1103
fev/95	877	564	-228	102	-290	-304	-1690	-85	-1054
mar/95	-668	3666	-4332	130	-129	-138	1224	-24	-270
abr/95	-2202	1531	-112	112	-32	293	-1588	60	-1938
mai/95	-562	-259	1722	90	-239	-19	-771	20	-18
jun/95	-1397	2502	-727	70	-246	79	-248	107	140
jul/95	1183	-10203	7360	45	10	-119	2920	-53	1143
ago/95	-732	-7778	6001	26	588	-107	615	1988	601
set/95	370	-4289	848	111	2402	717	-2367	-53	-2261
out/95	-882	-1660	3136	31	1279	698	-651	30	1982
nov/95	-1056	-3258	1421	0	181	-1422	4338	9	213
dez/95	938	2525	275	0	967	-901	2089	400	6293
jan/96	2427	-3988	2260	0	1013	-937	-174	160	760
fev/96	689	-8152	2217	0	158	-306	70	-115	-5439
mar/96	231	-1953	-25	0	34	-253	1063	51	-852

Fonte: Calculado a partir de dados do Boletim do Banco Central do Brasil e *Gazeta Mercantil*, vários números. Os valores nominais foram corrigidos pelo IGP-DI, consideradas as alterações de padrão monetário de agosto de 1993 e julho de 1994.