

AS FUNÇÕES DO BANCO CENTRAL DO BRASIL E O CONTROLE MONETÁRIO

Josué Alfredo Pellegrini (*)

Resumo

O objetivo deste trabalho é analisar como se evitou um descontrole monetário ainda maior nos anos que antecederam o Plano Collor I, utilizando-se a perspectiva do Banco Central do Brasil e de quatro das suas funções: autoridade monetária, autoridade fiscal, banco dos bancos e banqueiro do setor público. Assim, são analisadas as relações entre estas três últimas funções e a autoridade monetária cujo objetivo é manter o controle monetário. O banqueiro do setor público tem sido tradicionalmente o principal obstáculo para que a autoridade monetária cumpra a sua função. Não obstante, o acirramento das dificuldades em 1989 parece ter sido causado pela autoridade cambial e pelo banco dos bancos.

Palavras-chave

controle monetário, Banco Central do Brasil, autoridade monetária e cambial, setor público, dívida pública, reforma patrimonial.

Abstract

This article analyses the ways in which an even greater loss of monetary control was avoided in Brazil in the years before the Collor Plan I. It concentrates on the role of the Central Bank of Brazil and, more particularly, on four of its functions: that of monetary authority; that of foreign exchange authority; that of the banker of the banks; and that of the public sector. Thus, the relationships between the three last functions and the monetary authority, whose aim is to maintain monetary control, are analysed. The banker of the public sector has traditionally been the main obstacle which has prevented the monetary authority from accomplishing its function. However, the worsening of the problem in 1989 seems to have been caused by the foreign exchange authority and by the banker of the banks.

Key words

monetary control, Central Bank of Brazil, monetary and exchange authority, public sector, public debit, patrimonial reform.

O autor é pesquisador do Centro de Análise de Políticas Macroeconômicas/IESPI/FUNDAP e doutorando do IPE/USP.

(*) Agradeço a Paulo Nogueira Batista Júnior, Arno Meyer, Valdir Ramalho, Carlos Eduardo de Carvalho, Eduardo Lundberg e Samuel Kilsztajn pelos comentários feitos ao trabalho. Evidentemente, os erros, porventura aqui cometidos, são de inteira responsabilidade do autor.

Introdução

Dentre os acontecimentos mais importantes ocorridos na economia brasileira na década de oitenta destaca-se a acentuada deterioração das contas do setor público. Este foi bastante atingido pelo significativo aumento das taxas internacionais de juros a partir de 1979 e pela forte desaceleração dos financiamentos externos a partir de 1982 por ser, já então, o maior responsável pela tomada destes financiamentos e pela dívida externa do país. Além disto, o setor público absorveu uma parcela expressiva dos custos do ajustamento externo realizado a partir de 1983 (BATISTA JR., 1990, p. 39-48). O acentuado aumento da inflação e a queda na taxa de crescimento do produto causados em parte por este ajustamento dificultaram, por sua vez, ainda mais a administração das contas do governo ao reduzirem a capacidade de arrecadação fiscal e a demanda real por moeda.

A pressão sobre os gastos e a menor disponibilidade de financiamento não inflacionário ao governo tornaram bem mais difícil manter o controle do crescimento da base monetária, especialmente a partir de 1983. A ocorrência de um descontrole monetário ainda maior foi evitada, pelo menos até meados de 1989, principalmente por meio de duas fontes de financiamento, ainda que de forma cada vez mais problemática. Estas duas fontes foram as seguintes:

- a) aumento da participação do governo na responsabilidade pela dívida externa;
- b) aumento da participação do governo na captação da poupança financeira interna.

A primeira fonte teve a sua importância progressivamente reduzida ao longo da segunda metade da década de oitenta. A segunda passou a apresentar sérios problemas nos meses finais de 1989 com a fuga das aplicações no *overnight*. A suspensão de parte do pagamento dos juros da dívida externa a partir de julho de 1989 e a retenção de grande parte dos haveres financeiros em março de 1990 foram tentativas de evitar que um descontrole monetário ainda maior se consumasse sem, entretanto, representarem uma solução definitiva para o problema.

O objetivo deste trabalho é analisar como se evitou um descontrole monetário ainda maior nos anos que antecederam o Plano Collor I, enfocan-

do o Banco Central do Brasil (BCB) e quatro das suas principais funções,⁽¹⁾ quais sejam, autoridade monetária, autoridade cambial, banco dos bancos e banqueiro do setor público.⁽²⁾ Trata-se de uma perspectiva apropriada por dois motivos. Em primeiro lugar, como se verá adiante, o BCB ocupou uma posição bastante estratégica no problemático esquema que acomodou a deterioração das contas do setor público ao longo da década de oitenta. Em segundo lugar, o controle ou o descontrole monetário é uma resultante da atuação do BCB no cumprimento das suas funções e, portanto, o recurso a esta perspectiva possibilita que se identifique o papel que cada uma destas funções desempenhou na sua relação com a autoridade monetária⁽³⁾ cuja função é manter o controle monetário.

O banqueiro do setor público tem sido, tradicionalmente, o principal obstáculo para que a autoridade monetária cumpra a sua função, em razão da redução da disponibilidade de financiamento não inflacionário ao governo. Entretanto, o acirramento das dificuldades, ao longo de 1989, parece ter sido causado, em importante medida, pela autoridade cambial e pelo banco dos bancos. Estas duas funções contribuíram com a autoridade monetária ao proverem recursos para financiar o banqueiro do setor público, ainda que tenha sido progressivamente menor ao longo da segunda metade da década de oitenta, no caso da autoridade cambial, e até meados de 1989, no caso do banco dos bancos. Subseqüentemente, no entanto, passaram a representar novos obstáculos à autoridade monetária, o que só pôde ser temporariamente contornado por meio de drásticas medidas tais como a suspensão de parte do pagamento dos juros da dívida externa e a retenção de grande parte dos haveres financeiros.

Além desta seção introdutória, este trabalho contém mais cinco seções. A primeira analisa as formas por meio das quais se processou o financiamento concedido pelo banqueiro do setor público ao longo da década de oitenta e a resultante estrutura patrimonial do BCB. A segunda examina a

-
- (1) Além das funções consideradas neste trabalho, o BCB tem ainda a função de regulamentar, supervisionar e fiscalizar o sistema financeiro com o objetivo de evitar práticas que coloquem em risco a credibilidade deste.
 - (2) Para uma análise das funções dos bancos centrais e a forma como são exercidas em outros países vide FREITAS, FERREIRA & SIMÕES DA SILVA (s/d, p. 3-40).
 - (3) Neste trabalho, quando o BCB estiver atuando na condição de autoridade monetária, ele será denominado autoridade monetária. O mesmo procedimento é adotado no caso das demais funções.

atuação da autoridade cambial, destacando-se a contribuição dada por esta à autoridade monetária. A terceira estuda a atuação do banco dos bancos, destacando-se também a contribuição dada por este à autoridade monetária. A quarta analisa a situação após o Plano Collor I, constatando-se a permanência do risco de um grave descontrole monetário e propõe uma reforma patrimonial do BCB como um dos itens a serem considerados na elaboração da lei complementar de reforma do sistema financeiro, prevista no artigo 192 da Constituição Federal. A seção final apresenta as conclusões.

1. A Atuação do Banqueiro do Setor Público

A função do banqueiro do setor público⁽⁴⁾ é prover uma fonte extra de financiamento ao setor público. Este financiamento se processa por meio das diferentes formas de relação entre o BCB e o governo. Os parágrafos seguintes descrevem as formas que esta relação assume no caso do Brasil.

A primeira delas corresponde à realização de operações pelo BCB em nome do governo. Com vistas a centralizar as decisões na administração das finanças públicas, as gestões militares transferiram operações de tipos variados para o orçamento monetário, livrando-se, assim, da necessidade da participação do Congresso Nacional nestas decisões. Deste modo, o BCB realizava operações, tais como créditos de fomento, subsídios e transferências sem limite de recursos para o Banco do Brasil. Neste último item estava contido o financiamento concedido ao setor público, incapacitado de pagar os encargos da dívida externa.

Como parte do processo de democratização do país, dentre as operações realizadas pelo BCB (PARENTE, 1988, p. 15-18) as referidas no parágrafo anterior tornaram-se pouco importantes, pois no período 1985-87 os saldos destas operações foram trocados por emissões de títulos federais especiais de igual valor, deixando-as novamente sob a responsabilidade do governo.⁽⁵⁾

(4) A expressão setor público e a expressão governo são utilizadas indistintamente neste trabalho e incluem todas as esferas de atuação do poder público na economia, exceto o BCB.

(5) Esta troca foi regulamentada pelo Decreto Lei 2376/87. Ao final de 1988, o estoque destes papéis chegou a US\$ 24,4 bilhões. Vide Banco Central do Brasil. *Boletim Mensal*, v. 26, n. 7, jul. 1990, p. 73 e 92.

Deve-se registrar, no entanto, que esta troca de responsabilidade não resultou em um menor fluxo do financiamento concedido pelo banqueiro do setor público. Isto porque este financiamento passou a ocorrer, em maior intensidade, por meio da outra forma que ele assume. Esta forma corresponde às compras, líquidas de resgates, feitas pelo BCB no mercado primário de títulos federais. Como tais compras são feitas em um ritmo elevado, o BCB necessita encontrar meios para que estas não tenham como contrapartida um excessivo aumento da base monetária. Os meios mais importantes são o aumento do endividamento externo do BCB e a revenda dos papéis no mercado secundário. No primeiro caso, os papéis ficam na carteira do BCB, enquanto no segundo ficam na carteira do público.

Para se ter uma avaliação mais precisa do financiamento concedido pelo banqueiro do setor público, as compras feitas pelo BCB no mercado primário de títulos federais não devem ser consideradas integralmente. A parcela destas compras que atende à demanda compulsória do público por títulos federais⁽⁶⁾ deve ser excluída, pois, neste caso, o BCB se transforma em um mero repassador, ao contrário da outra parcela para a qual o BCB necessita encontrar financiamento e/ou um volume desejável de demanda voluntária por parte do público.⁽⁷⁾

Em síntese, o financiamento concedido pelo banqueiro do setor público resulta da soma de dois itens: a) compras, líquidas de resgates, feitas pelo BCB no mercado primário de títulos federais; b) variação do saldo das operações realizadas pelo BCB em nome do governo.

Os parágrafos que seguem têm por finalidade verificar a intensidade com que se deu o financiamento concedido pelo banqueiro do setor público ao longo da década de oitenta e, conseqüentemente, constatar em que medida este representou um obstáculo para que a autoridade monetária tivesse mantido o controle monetário no período. Esta tarefa pode ser realizada a partir da análise da estrutura patrimonial do BCB ao fim da década de oitenta.⁽⁸⁾ Algumas variáveis estoques que compõem esta estrutura patrimo-

(6) Este mercado cativo tem sido criado pelo governo de diversos modos, como, por exemplo, determinando-se que uma parte da carteira dos fundos de investimento ou dos fundos de previdência privada seja composta por títulos federais. O mesmo pode acontecer com parte dos depósitos à vista dos bancos comerciais ou com o lucro das empresas estatais.

(7) Como se verá na seção três deste trabalho, é o próprio BCB quem cria condições para que o público demande voluntariamente títulos federais em um volume desejável.

(8) Uma situação ideal seria poder verificar empiricamente a variação do financiamento concedido

nial podem ser entendidas como uma aproximação, ainda que imperfeita como se verá, da soma dos fluxos passados do financiamento concedido pelo banqueiro do setor público.

A Tabela 1 apresenta o balancete analítico do BCB ao final de 1989.⁽⁹⁾

TABELA 1
BANCO CENTRAL DO BRASIL - BALANCETE ANALÍTICO,
31/12/1989
(em bilhões de dólares)

ATIVO	73,7
Carteira de Títulos Federais	73,2
Contas Diversas com o Governo (saldo líquido)	-14,8
Operações com o Tesouro Nacional	-13,4
Outras	-1,4
Haveres Externos	14,3
Créditos às Instituições Financeiras	1,0
PASSIVO	73,7
Base Monetária	6,0
Obrigações Externas	58,0
Depósitos do SFH/SBPE	1,9
Outras Contas (saldo líquido)	2,7
Recursos Próprios	5,1

Nota: para um melhor entendimento, vide apêndice no final do trabalho.

Fonte dos dados básicos: Banco Central do Brasil. *Boletim Mensal*, v. 26, n. 7, jul. 90, p. 13-16, 22-23 e 93.

Como se pode ver, o BCB tem um porte bastante elevado medido pelo total do ativo (ou do passivo). O fato de o ativo ser composto, em grande parte, pela carteira de títulos federais é a maior indicação da intensidade com que se recorreu ao banqueiro do setor público ao longo da década

pelo banqueiro do setor público ano a ano para a década de oitenta ou, pelo menos, para parte dela, em especial nos últimos anos. Entretanto, além da inexistência de informações suficientes para se chegar a tais valores, sérios problemas surgem ao se tentar tratar os valores em termos reais, em um contexto de elevado aumento da inflação.

- (9) As inúmeras contas do balancete analítico do BCB, conforme publicado no Boletim Mensal do Banco Central do Brasil, foram agrupadas de forma a propiciar uma visão mais direta dos pontos relevantes. O apêndice, ao final do trabalho, explica como estes agrupamentos foram feitos. Além do mais, os valores em cruzeiros foram transformados em valores em dólares para se ter uma idéia das magnitudes envolvidas. Recorde-se, no entanto, que este procedimento tornou os valores sensíveis à taxa de câmbio adotada.

de oitenta.⁽¹⁰⁾ Isto porque esta carteira resultou essencialmente das compras feitas ao longo do tempo pelo BCB no mercado primário de títulos federais que, como se viu, corresponde a uma das formas por meio das quais o banqueiro do setor público concede financiamento. Entretanto, para se ter uma noção mais precisa deste financiamento, algumas qualificações sobre o significado da carteira de títulos federais do BCB são feitas a seguir.

Em primeiro lugar, deve-se considerar que qualquer banco central necessita de uma carteira de títulos federais para usar como um instrumento de política monetária, isto é, trocar estes papéis pelas reservas das instituições financeiras e vice-versa. Portanto, a carteira do BCB não resulta exclusivamente do financiamento concedido pelo banqueiro do setor público, mas também das necessidades da autoridade monetária. Não se pode exagerar, no entanto, o tamanho da carteira necessária para este fim. Como as reservas das instituições financeiras eram de cerca de US\$ 2 bilhões ao final de 1989,⁽¹¹⁾ uma carteira de títulos federais de aproximadamente este tamanho seria suficiente para fazer política monetária, o que corresponde a menos de 3% da carteira efetivamente existente ao final de 1989.

Em segundo lugar, é importante observar na Tabela 1 que o saldo das contas com o governo era negativo em US\$ 14,8 bilhões e, portanto, que a carteira de títulos federais do BCB poderia ser reduzida neste montante mediante um ajuste contábil entre esta instituição e o governo. Assim, uma avaliação da intensidade com que se recorreu ao banqueiro do setor público é mais adequadamente feita considerando-se a carteira de títulos federais do BCB líquida do saldo das contas com o governo do que considerando-se apenas esta carteira, o que resulta em um montante de US\$ 58,4 bilhões ao final de 1989.

Em terceiro lugar, é necessário fazer um comentário a respeito das transferências de parte dos resultados do BCB ao Tesouro Nacional.⁽¹²⁾

(10) A expressão títulos federais é utilizada neste trabalho em detrimento da expressão títulos públicos, pois apenas em junho de 1990 esta carteira passou a conter títulos não federais em um montante digno de destaque. Oportunamente, este fato será comentado.

(11) Vide Banco Central do Brasil. *Boletim Mensal*, v. 26, n. 7, jul. 1990, p. 13 e 93.

(12) Os resultados do BCB equivalem à diferença entre a remuneração do ativo e os custos do passivo desta instituição. Além da base monetária, que apresenta um custo nulo, estes resultados também dependem da diferença entre a remuneração dos títulos federais e a correção cambial, à medida que a carteira destes papéis e o endividamento externo do BCB representam, respectivamente, grande parte do ativo e do passivo desta instituição. A partir de 1988, os resultados do BCB

Estes resultados têm sido zerados ao final de cada período, tendo como contrapartida o aumento das disponibilidades do Tesouro Nacional no BCB e/ou a redução da carteira de títulos federais desta instituição.⁽¹³⁾ Deste modo, seja em um caso, seja em outro, as transferências de parte dos resultados do BCB ao Tesouro Nacional subestimam a intensidade com que se recorreu ao banqueiro do setor público à medida que, em ambos os casos, se reduz a carteira de títulos federais, líquida do saldo das contas diversas com o governo.

Em quarto lugar, e mais importante, é necessário considerar que a carteira de títulos federais do BCB não é o único lugar onde podem se alojar as compras feitas por esta instituição no mercado primário destes papéis. Como afirmado anteriormente, entre os principais meios pelos quais o BCB financia estas compras está a revenda de parte delas ao público. Por este motivo, a carteira de títulos federais do BCB não capta uma parcela do financiamento concedido pelo banqueiro do setor público, pois parte das compras destes papéis no mercado primário encontra-se em poder do público. É fácil constatar a importância desta parcela não captada quando se observa que a carteira de títulos federais em poder do público chegou a US\$ 62,5 bilhões ao final de 1989.⁽¹⁴⁾

Além da carteira de títulos federais, alguns outros aspectos da estrutura patrimonial do BCB, mostrados na Tabela 1, são dignos de nota.

O saldo das contas com o governo mostrou-se fortemente negativo. Isto se deveu principalmente às operações com o Tesouro Nacional, em

receberam o impacto favorável da substituição das operações realizadas pelo BCB em nome do governo, normalmente com baixo retorno, por títulos federais indexados. Vide a este respeito LUNDBERG (s/d, p. 18-19).

- (13) Ao câmbio de final de período, o BCB apresentou um resultado de aproximadamente US\$ 13 bilhões em 1988, sendo que cerca de US\$ 8,8 bilhões foram utilizados para amortizar parte da carteira de títulos federais especiais, e o restante destinado às reservas da instituição. Em 1989, o BCB apresentou um resultado de US\$ 8,2 bilhões, sendo que US\$ 5,9 bilhões foram transferidos para as disponibilidades do Tesouro Nacional no BCB, US\$ 0,3 bilhão foi utilizado para amortizar parte da carteira de títulos federais especiais e o restante destinado às reservas da instituição. Vide Banco Central do Brasil. *Relatório Anual 1989*, v. 26, 1990, p. 132 e Banco Central do Brasil. *Boletim Mensal*, v. 26, n. 7, jul. 1990, p. 92-93.
- (14) Vide Banco Central do Brasil. *Boletim Mensal*, v. 26, n. 7, jul. 1990, p. 74 e 93. Deve-se registrar que este problema não estaria contornado somando-se à carteira do BCB os papéis que estão em poder do público. Isto porque uma parte desconhecida da carteira de títulos federais do público existe apenas compulsoriamente e, pelo motivo referido anteriormente, não pode ser considerada na avaliação do financiamento concedido pelo banqueiro do setor público.

particular às disponibilidades deste no BCB, bastante aumentadas por alojar parte dos resultados desta instituição. Excluindo-se as operações com o Tesouro Nacional, observa-se que o saldo das outras contas foi negativo e baixo, refletindo a perda de importância das operações realizadas pelo BCB em nome do governo, como afirmado anteriormente.

Os créditos às instituições financeiras, conta típica da função de banco dos bancos, tinha pouca importância na estrutura patrimonial do BCB. Isto não quer dizer que esta função também tivesse pouca importância, pois, como se verá na seção três, é ela que viabilizava a aceitação pelo público de títulos federais em um montante desejável. No entanto, isto era feito de um modo que não se refletia diretamente na estrutura patrimonial do BCB.

A base monetária também tinha relativamente pouca importância na estrutura patrimonial do BCB. À primeira vista, este fato seria pouco conciliável com a afirmativa de que o país convive com descontrole monetário já há algum tempo. Entretanto, este descontrole transparece na quantidade nominal da base monetária da economia e não na real, que é decidida pelos agentes econômicos e é tanto menor quanto maior a inflação.

Por último, cabe comentar a dívida externa do BCB. Esta, como se pode verificar facilmente na Tabela 1, foi de fundamental importância para o financiamento da carteira de títulos federais do BCB. Devido a esta importância, a dívida externa do BCB será analisada na próxima seção, no contexto da discussão sobre a função da autoridade cambial.

2. A Atuação da Autoridade Cambial

O objetivo desta seção é analisar a contribuição da autoridade cambial à autoridade monetária. Para tanto, será definido o conceito de resultado das operações da autoridade cambial que, quando positivo, resulta em uma fonte de recursos alternativa à expansão da base monetária para o financiamento do banqueiro do setor público.

As principais funções da autoridade cambial são cuidar para que a taxa de câmbio e as reservas internacionais se mantenham em um nível considerado desejável para o país, levando em conta, evidentemente, o *trade off* entre estas duas variáveis. O saldo das operações da autoridade cambial, por

sua vez, resulta das operações cambiais realizadas por esta no cumprimento das suas funções.

Em uma primeira aproximação, a equação de resultado das operações da autoridade cambial é a seguinte:⁽¹⁵⁾

$$RO = - (dRI - r^* RI)$$

onde:

RO = resultado das operações da autoridade cambial expresso em dólares;

RI = reservas internacionais;

r^* = taxa de juros que incide sobre as aplicações do BCB no mercado internacional.

Quando as reservas internacionais aumentam, o RO diminui, pois a autoridade cambial despense mais recursos em moeda nacional comprando divisas do que recebe vendendo-as. A remuneração das reservas internacionais no mercado internacional necessita ser deduzida, pois, neste caso, não há qualquer desembolso de recursos em moeda nacional para obtê-las.

No cumprimento das suas funções, no entanto, a autoridade cambial toma empréstimos no exterior e, conseqüentemente, paga juros por estes empréstimos. A equação do RO, neste caso, passa a ser a seguinte:

$$RO = - (d RI - d DE + r^{**} DE - r^* RI) \quad (1)$$

onde:

DE = dívida externa da autoridade cambial;

r^{**} = taxa de juros que incide sobre os empréstimos tomados pelo BCB no mercado internacional.

(15) A equação do resultado das operações da autoridade cambial apresentada neste trabalho é igual à utilizada por Bontempo para avaliar o impacto monetário das operações cambiais do BCB. Vide BONTEMPO (1988, p. 13).

A nova equação mostra que é necessário deduzir da variação das reservas internacionais a variação da dívida externa da autoridade cambial. Isto, devido ao fato de um aumento das reservas internacionais não resultar em um desembolso de recursos em moeda nacional se for provocada pelo aumento da dívida externa da autoridade cambial. Por outro lado, o pagamento dos juros da dívida externa da autoridade cambial reduz o resultado das suas operações, uma vez que as divisas utilizadas naquele pagamento não têm como contrapartida a obtenção de recursos em moeda nacional pela autoridade cambial.

Do ponto de vista da contribuição da autoridade cambial à autoridade monetária, o que interessa, na verdade, é o resultado das operações da autoridade cambial expresso em moeda nacional, conforme se pode ver na equação abaixo:

$$RO_{mn} = e RO$$

onde:

RO_{mn} = resultado das operações da autoridade cambial expresso em moeda nacional;

e = taxa de câmbio.

Quando o RO é positivo (negativo), uma redução em e , isto é, uma valorização cambial, reduz (aumenta) o RO_{mn} , enquanto uma desvalorização cambial tem um efeito contrário. Para uma análise em termos reais, a equação relevante passa a ser:

$$RO_{mn}/p = e/p RO \quad (2)$$

onde:

p = nível geral de preços.

Quando o RO é positivo (negativo), uma redução em e/p , isto é, uma valorização real do câmbio, reduz (aumenta) o RO_{mn} em termos reais, enquanto uma desvalorização real tem um efeito contrário.

A equação 1 mostra, portanto, os principais determinantes do resultado das operações da autoridade cambial expresso em dólares,⁽¹⁶⁾ quais sejam, o estoque e as variações da dívida externa da autoridade cambial e das reservas internacionais e a taxa internacional de juros, enquanto o resultado das operações em moeda nacional, em termos reais, como se pode ver na equação 2, depende ainda da taxa real de câmbio.

No caso do Brasil, o RO apresenta algumas complicações que necessitam ser consideradas para permitir uma análise mais apurada dos valores desta variável no período recente. Em particular, cabem algumas considerações sobre o termo DE e sobre o setor público inadimplente.

A dívida externa da autoridade cambial não consiste apenas de empréstimos tomados diretamente por ela no exterior. Existem ainda outras duas formas de endividamento.

Em primeiro lugar, estão os depósitos de projetos que foram criados em 1983, ano a partir do qual o Brasil passou a reescalonar parte do principal da sua dívida externa. Quando do vencimento desta dívida, os residentes responsáveis pelo seu pagamento fazem depósitos equivalentes em moeda nacional no BCB.⁽¹⁷⁾ Como nenhum pagamento é feito ao credor externo, o BCB passa a ser o novo responsável por este passivo.⁽¹⁸⁾

Em segundo lugar, está a suspensão do pagamento dos juros da dívida externa. Esta suspensão diz respeito apenas à remessa das divisas ao credor externo, tendo os residentes responsáveis pela dívida externa que continuar comprando normalmente as divisas necessárias junto ao BCB. Quando estes residentes não tomam esta providência, a suspensão do pagamento dos juros

(16) As variáveis estoques da equação 1 precisam passar por alguns acertos para se obter os resultados corretos. O principal deles refere-se ao expurgo da alteração das paridades entre o dólar e as demais moedas que compõem a dívida externa e as reservas internacionais.

(17) Nem toda a dívida externa pode gerar depósitos de projetos no ato do seu vencimento. Este esquema inclui apenas uma parte da dívida externa registrada, particularmente o financiamento às importações concedido pelas agências governamentais e os empréstimos em moeda. A partir do início de 1991, o setor privado deixou de fazer os depósitos de projetos para fazer as transações diretamente com o exterior.

(18) Além dos depósitos de projetos, existem os depósitos registrados em moeda estrangeira (DRME's). Estes foram bastante importantes na segunda metade da década de setenta e no início da década seguinte. Posteriormente, o montante destes depósitos caiu de US\$ 9,5 bilhões para US\$ 4,3 bilhões entre dezembro de 1985 e dezembro de 1987. A partir daí, caiu lentamente até chegar a US\$ 3 bilhões em junho de 1990. Vide Banco Central do Brasil. *Boletim Mensal*, v. 27, n. 7, jul. 1990, p. 14, 90 e 94. Estes depósitos não receberão um tratamento à parte neste trabalho, devido à perda de importância do período aqui considerado.

da dívida externa não resulta em um aumento da dívida externa da autoridade cambial. Se o devedor interno for o próprio BCB, esta suspensão aumenta, necessariamente, a dívida externa da autoridade cambial.

Uma segunda especificidade do caso brasileiro é a existência de um setor público com elevado endividamento externo e em parte incapacitado de arcar com o serviço e com a amortização deste passivo. O BCB, por sua vez, tendo um papel estratégico na acomodação do desequilíbrio das contas do setor público na década de oitenta, financia o pagamento destes encargos por meio do Aviso MF 030,⁽¹⁹⁾ não recebendo, por consequência, a contrapartida em moeda nacional das divisas a serem remetidas ao exterior.

No que se refere à amortização da dívida externa do setor público inadimplente, o problema para o BCB não é tão grave, pois grande parte do principal da dívida externa do Brasil está sendo reescalada. Em nível do balanço patrimonial do BCB, ocorre um aumento da sua dívida externa pelo lado do passivo e um aumento do saldo do financiamento ao setor público pelo lado do ativo.

No caso do serviço da dívida externa do setor público inadimplente, quando é pago ao credor externo, o BCB necessita obter recursos internamente (internamente, pois a dificuldade de obter recursos externos está na própria origem do problema) para comprar as divisas a serem remetidas ao exterior. Em nível do balanço patrimonial do BCB, ocorre um aumento do saldo do financiamento ao setor público pelo lado do ativo tendo como contrapartida um aumento do passivo (base monetária, por exemplo) e/ou redução do ativo (carteira de títulos federais, por exemplo) dependendo da forma como o BCB obtém os recursos para comprar as divisas. Se o serviço não é pago ao

(19) Este papel exercido pelo BCB foi um dos mais importantes determinantes do elevado financiamento concedido pelo banqueiro do setor público ao longo da década de oitenta. Até meados de 1988, as operações com base no Aviso MF/030 estavam explicitadas no balancete analítico do BCB, mais especificamente nos suprimentos ao Banco do Brasil, já que este era um intermediário entre o BCB e o setor público inadimplente. A partir de então, estas operações passaram a constar do orçamento fiscal. Contudo, como não surgiu simultaneamente qualquer opção ao BCB para o financiamento do setor público inadimplente, o financiamento das operações com base no Aviso MF 030 provavelmente continuou a ser feito por esta instituição mas, agora, apenas indiretamente, por meio da compra de títulos federais no mercado primário. O Banco do Brasil, por sua vez, continuou a funcionar como intermediário só que, desta feita, entre o setor público inadimplente e o Tesouro Nacional. As operações com base no Aviso MF 030 passaram a sofrer crescentes restrições a partir de 1987, até que foram suspensas em meados de 1990.

credor externo, como tem acontecido na maior parte do período pós 1986, as conseqüências são as mesmas do caso da amortização.⁽²⁰⁾

Como RO é um conceito que visa captar apenas a contribuição efetiva da autoridade cambial, a equação para esta variável, no caso do Brasil, deve apresentar um novo termo, podendo ser escrita da seguinte forma:

$$RO = - (d RI - d DE + r^{**} DE - r^* RI) - d MF \quad (3)$$

onde:

MF = saldo em dólares das operações com base no Aviso MF 030.

Como se pode ver na nova equação, o aumento do resultado das operações com base no Aviso MF 030 reduz o RO.⁽²¹⁾ Esta dedução serve para compensar dois fatos. Em primeiro lugar, quando o BCB obtém divisas e com elas faz pagamentos de juros da dívida externa por conta do setor público inadimplente, estas divisas não resultam em uma contrapartida de recursos em moeda nacional para a autoridade cambial. Em segundo lugar, um aumento da dívida externa da autoridade cambial causado pelos depósitos de projetos feitos pelo setor público inadimplente, assim como um semelhante aumento causado pela suspensão do pagamento dos juros da dívida externa deste setor, não tem como contrapartida uma entrada efetiva de recursos em moeda nacional.

É oportuno verificar os efeitos das diferentes formas de se aumentar a dívida externa do BCB sobre o resultado das operações da autoridade cambial.

No caso dos empréstimos tomados diretamente pela autoridade cambial no exterior e da suspensão do pagamento dos juros da dívida externa, o

(20) Isto só é válido quando a suspensão do pagamento dos juros da dívida externa não objetiva também, ou unicamente, aumentar as reservas internacionais. Evidentemente, o primeiro efeito da suspensão do pagamento dos juros da dívida externa é aumentar as reservas internacionais. Entretanto, se este não é o objetivo da providência, a taxa de câmbio pode ser regulada de forma a recolocar as reservas internacionais em montante correspondente ao nível anterior. O mesmo raciocínio é válido para a tomada de empréstimos pela autoridade cambial diretamente no exterior.

(21) Como afirmado anteriormente (nota de rodapé 19), as operações com base no Aviso MF 030 deixaram de constar das contas do BCB a partir de meados de 1988. Por causa desta mudança, a inclusão do termo $d MF$ na equação do RO tem a suposição implícita de que, a partir de então, o BCB continuou a financiar o setor público inadimplente, ainda que indiretamente.

efeito é positivo e da mesma magnitude se, como anteriormente destacado, estas medidas não tiverem como objetivo aumentar as reservas internacionais. Note-se que, neste segundo caso, mesmo que se inclua a suspensão do pagamento dos juros da dívida externa do setor público inadimplente, o impacto sobre o RO é positivo e da mesma magnitude, pois a autoridade cambial deixa de ter que comprar as divisas para remeter ao exterior a título de pagamento dos juros deste setor.

No caso do aumento dos depósitos de projetos o efeito sobre o RO é positivo e da mesma magnitude,⁽²²⁾ se não se referirem ao setor público inadimplente, isto é, se o BCB estiver recebendo a contrapartida em moeda nacional.

O BCB vem aumentando a sua participação na responsabilidade pela dívida externa total nos últimos anos, como se pode ver na Tabela 2.⁽²³⁾ O processo de estatização da dívida externa ocorrido simultaneamente a este aumento deveu-se, fundamentalmente, aos fluxos positivos de empréstimos externos líquidos de amortizações ao BCB, pois o restante do setor público, tal qual o setor privado, reduziu a sua participação na responsabilidade pela dívida externa.

O aumento da dívida externa do BCB foi possível por meio das diversas formas comentadas anteriormente. Embora não haja informações precisas sobre a importância relativa destas formas, pode-se afirmar, com um razoável grau de certeza, que este aumento se deveu essencialmente aos depósitos de projetos e à suspensão do pagamento de parte dos juros da dívida externa, pois os empréstimos tomados diretamente no exterior, líquidos de amortizações, ocorreram provavelmente em um volume pouco expressivo.⁽²⁴⁾

(22) Por outro lado, a conversão da dívida externa em investimentos e os *relendings* podem resultar em uma redução do resultado das operações da autoridade cambial à medida que reduzam a dívida externa do BCB. As conversões foram realizadas em maior intensidade em 1988, mas foram bastante restringidas pelo governo no ano seguinte, pois estavam levando a um aumento da base monetária. A respeito do impacto da conversão da dívida externa em investimentos sobre a base monetária vide MEYER & MARQUES (1989, p. 536-540).

(23) A dívida externa do BCB foi obtida da seguinte forma: subtraiu-se da dívida externa do governo central (governo federal e BCB), conforme publicada no *Brasil: Programa Econômico*, a dívida externa do governo federal contratada diretamente, constante do Boletim Mensal do Banco Central do Brasil.

(24) A respeito da captação direta de recursos externos pelo BCB vide NABÃO (1990, p. 86-94).

TABELA 2
COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA TOTAL POR DEVEDOR
(em bilhões de dólares)

	Dívida Externa Total (A)	Dívida Externa Pública (B)	Dívida Externa do BCB (C)	B/A %	C/A %	(B-C)/A %
1985	105,1	80,4	19,5	76,5	18,6	57,9
1986	111,0	88,6	24,0	79,8	21,6	58,2
1987	121,2	99,4	34,8	82,0	28,7	53,3
1988	113,5	93,4	35,6	82,3	31,4	50,9
1989	115,1	97,5	42,7	84,7	37,1	47,6

Nota: Inclui dívida externa registrada e não registrada. Saldos de final de período.

Fonte dos dados básicos: Banco Central do Brasil. *Brasil: Programa Econômico*, v. 28, mar. 1991, p. 63 e 89; v. 24, mar. 1990, p. 95 e v. 17, jun. 1988, p. 104 e 116 e Banco Central do Brasil. *Boletim Mensal*, v. 26, n. 7, jul. 1990, p. 127.

Evidentemente, o aumento da dívida externa do BCB não necessariamente serviu para contribuir com a atuação da autoridade monetária. Este aumento pode ter sido utilizado para pagar os juros da dívida externa do BCB ou para aumentar as reservas internacionais, como informam as equações do RO. Além do mais, o aumento da dívida externa da autoridade cambial por meio do aumento dos depósitos de projetos e da suspensão do pagamento dos juros da dívida externa só resulta em uma entrada de recursos quando estes depósitos não são feitos pelo setor público inadimplente, como visto anteriormente. Portanto, para se ter clareza sobre o destino do aumento da dívida externa do BCB deve-se efetuar o cálculo do RO com base na equação 3, descrita anteriormente. Os valores positivos eventualmente encontrados podem ser atribuídos à contribuição da autoridade cambial à autoridade monetária.

Nem todas as informações necessárias para este cálculo estão disponíveis. Para contornar este problema recorreu-se a algumas aproximações que não parecem, contudo, suficientes para invalidar as estimativas apresentadas na Tabela 3.⁽²⁵⁾

(25) Quatro aproximações são dignas de nota. Em primeiro lugar, as informações disponíveis contêm

TABELA 3
 RESULTADO DAS OPERAÇÕES DA AUTORIDADE CAMBIAL

(em milhões de dólares)

	d RI ⁽¹⁾	d DE ⁽²⁾	r ^{**} DE ⁽³⁾	r [*] RI ⁽⁴⁾	(r ^{**} DE-r [*] RI)	d MF ⁽⁵⁾	RO ⁽⁶⁾	RO/PIB % ⁽⁷⁾
1986	-3722	4505	1856	633	1223	6584	420	0,16
1987	698	10744	1976	339	1637	5772	2637	0,90
1988	1682	815	2897	554	2343	4481	-7691	-2,35
1989	539	7098	3589	798	2791	2787	981	0,22

Notas: Para maiores detalhes, vide nota de rodapé 25.

(1) Variação das reservas internacionais pelo conceito de liquidez internacional.

(2) Variação da dívida externa total do BCB.

(3) Juros da dívida externa do BCB.

(4) Rendimentos das reservas internacionais.

(5) Variação do resultado das operações de Aviso MF 030, conforme publicado no balancete analítico do Banco do Brasil. Os saldos de final de período obtidos nesta fonte foram transformados em dólar para se chegar aos números contidos na tabela.

(6) $RO = -(d RI - d DE + r^{**}DE - r^{*}RI) - d MF$.

(7) O PIB em cruzeiros correntes foi convertido para o PIB em dólares por meio da taxa média de câmbio.

Fonte dos dados básicos: Banco Central do Brasil. *Brasil: Programa Econômico*, v. 28, mar. 1991, p. 17, 63, 76 e 87; v. 24, mar. 1990, p. 82; v. 17, jun. 1988, p. 116 e 128; v. 15, jun. 1987, p. 98; Banco Central do Brasil. *Indicadores macroeconômicos do setor público*, set. 1989; Banco Central do Brasil. *Encargos financeiros do setor público*, maio 1991; Banco Central do Brasil. *Boletim Mensal*, v. 27, n. 1, jan. 1991, p. 22 e 95-100; v. 26, n. 7, jul. 1990, p. 21 e 127.

Como se pode ver, o RO foi bastante baixo em 1986; teve um razoável aumento em 1987, quando saltou para 0,9% do PIB; caiu de forma expressiva tornando-se, inclusive, negativo em 2,35% do PIB no ano seguinte; e,

os juros da dívida externa do BCB e do governo federal já somados e líquidos dos rendimentos das reservas internacionais. Deste modo, houve a necessidade de se estimar o rendimento das reservas internacionais e os juros brutos pagos exclusivamente pelo BCB. O primeiro foi obtido fazendo incidir sobre a média anual das reservas internacionais, exclusive o ouro, a taxa *libor* média anual, defasada em seis meses. O segundo foi obtido multiplicando os juros brutos devidos pelo governo central (governo federal mais BCB) em cada ano pela participação do BCB na responsabilidade pela dívida externa do governo central no final do ano anterior. Em segundo lugar, na ausência de informações sobre a composição monetária das reservas internacionais e da dívida externa do BCB deixou-se de expurgar a variação da paridade do dólar em relação às moedas que compõem estes dois agregados. Em terceiro lugar, a dívida externa do BCB foi obtida subtraindo-se da dívida externa do governo central (governo federal e BCB), conforme publicada no *Brasil: Programa Econômico*, a dívida externa do governo federal contratada diretamente, constante do Boletim Mensal do Banco Central do Brasil. Em quarto lugar, considerou-se que as operações com base no Aviso MF 030 foram financiadas pelo BCB (vide nota de rodapé 19 e 21).

finalmente, aumentou significativamente em 1989, passando a ser levemente positivo como proporção do PIB.

Em 1986, a brusca redução das reservas internacionais e o aumento da dívida externa da autoridade cambial foram contrabalançados pelo pagamento dos juros desta dívida e, principalmente, pelo aumento do financiamento ao setor público inadimplente. Em 1987, as reservas internacionais apresentaram um pequeno aumento, mas o acentuado aumento da dívida externa da autoridade cambial, causado em importante medida pela suspensão do pagamento de parte dos juros da dívida externa,⁽²⁶⁾ foi superior à soma dos juros da dívida externa da autoridade cambial com a variação do saldo das operações baseadas no Aviso MF 030. Em 1988, ocorreu uma série de fatores os quais resultaram em um RO altamente negativo.⁽²⁷⁾ Além de um razoável aumento das reservas internacionais, a dívida externa da autoridade cambial aumentou pouco, em parte devido à volta da normalidade no pagamento dos juros da dívida externa. A esses fatores foi acrescentado o aumento do financiamento concedido ao setor público inadimplente, ainda que em montante inferior ao ocorrido no ano anterior. Em 1989, o maior crescimento da dívida externa da autoridade cambial, devido à nova suspensão parcial do pagamento dos juros da dívida externa a partir do segundo semestre,⁽²⁸⁾ somado a um baixo aumento do resultado das operações com base no Aviso MF 030,⁽²⁹⁾ permitiu que o RO aumentasse significativamente neste ano, ainda que permanecendo apenas levemente positivo.

(26) A dívida não registrada do BCB, onde se inclui os juros da dívida externa com pagamento suspenso, saltou de US\$ 0,5 bilhão em dezembro de 1986 para US\$ 4,6 bilhões em dezembro de 1987. Vide Banco Central do Brasil. *Brasil: Programa Econômico*, v. 24, mar. 1990, p. 95.

(27) Como visto anteriormente, quando o RO é negativo, valorizações reais do câmbio aumentam o RO em moeda nacional em termos reais. Em vista do elevado valor negativo do RO em 1988, a valorização real do câmbio, ocorrida neste ano, teve um importante efeito positivo sobre o RO em moeda nacional em termos reais. Nos demais anos considerados na Tabela 3, houve igualmente uma valorização real do câmbio, mas cujo efeito sobre o RO não foi tão importante quanto o ocorrido em 1988, devido ao baixo valor desta variável em termos absolutos.

(28) A dívida não registrada do BCB saltou de US\$ 1,1 bilhões em dezembro de 1988 para US\$ 5,2 bilhões em dezembro de 1989. Vide Banco Central do Brasil. *Brasil: Programa Econômico*, v. 27, mar. 1991, p. 63.

(29) Segundo contatos mantidos com técnicos do BCB e do Tesouro Nacional, a contínua queda do crescimento do saldo das operações com base no Aviso MF 030 ocorreu devido às crescentes restrições impostas a estas operações. Assim, em 1987, a sua realização passou a ser condicionada ao fato de que o setor público inadimplente honrasse uma parcela maior dos vencimentos; em 1988, dificultou-se a rolagem dos juros que incidem sobre o saldo destas operações; em 1989, com a suspensão do pagamento de parte dos juros da dívida externa, passou-se a restringir as próprias operações; finalmente, em 1990, deixou-se de fazê-las.

Os números apresentados na Tabela 3 parecem sugerir que a trajetória do RO nos anos considerados dependeu de algumas condições para que este pudesse ser positivo ou pelo menos próximo de zero, isto é, para que a autoridade cambial pudesse auxiliar ou pelo menos não prejudicar a atuação da autoridade monetária. Assim, em 1986, o desempenho do RO dependeu, em uma importante medida, da disposição do país em desfazer-se de uma parte das suas reservas internacionais. Evidentemente, trata-se de um procedimento de limitado alcance. Por sinal, após 1986, buscou-se repor as reservas internacionais perdidas naquele ano.

Por outro lado, o desempenho do RO em 1987 e em 1989 dependeu, em importante medida, da suspensão do pagamento de parte dos juros da dívida externa, utilizada, apenas parcialmente, para aumentar o nível das reservas internacionais. O mesmo efeito poderia ser obtido com a tomada de novos empréstimos pela autoridade cambial diretamente no exterior. Porém, como se sabe, este procedimento tem encontrado restrições pelo lado da oferta e não há sinais claros de que estas restrições deixarão de ocorrer nos próximos anos.⁽³⁰⁾ Já em 1988, ano em que as decisões relevantes adotadas na área das contas externas podem ser caracterizadas como tradicionais, o RO foi fortemente negativo. A constatação de que esta trajetória para o RO se repetiria no ano seguinte, caso nada fosse feito, parece explicar a decisão de suspender novamente o pagamento de parte dos juros da dívida externa a partir de meados de 1989.

Evidentemente, a opção de continuar o pagamento dos juros da dívida externa e a conseqüente ocorrência de RO's negativos não necessariamente teriam que resultar em aumentos da base monetária. Isto porque o BCB poderia contar, por exemplo, com a venda de títulos federais ao público. Entretanto, este meio, como se verá na seção seguinte, passou a ser ele mesmo um problema ao final de 1989.

(30) É oportuno fazer um comentário sobre a aparente retomada da entrada de recursos externos no país ao longo de 1991. Em um contexto de fortes desequilíbrios internos, esta entrada só pode ter um caráter especulativo. Deste modo, o BCB tem que comprar as divisas para evitar uma forte valorização real da taxa de câmbio, não podendo desfazer-se delas devido ao risco de fuga dos novos capitais. Vide, a respeito, PELLEGRINI (1992). Como resultado, surge mais um fato a reduzir o RO, à medida que a contrapartida da nova entrada de recursos externos é o aumento das reservas internacionais, tornando ainda mais difícil o controle monetário.

3. A Atuação do Banco dos Bancos

O objetivo desta seção é analisar a contribuição do banco dos bancos à autoridade monetária ao viabilizar uma fonte alternativa à expansão da base monetária para o financiamento do banqueiro do setor público.

O papel do bancos dos bancos é evitar crises de credibilidade no sistema financeiro, atuando como prestador de última instância das instituições financeiras que tiverem dificuldades de financiar o seu ativo.

A trajetória ascendente e imprevisível da inflação no Brasil, ao longo da década de oitenta, foi a principal responsável pelo importante papel assumido pelo banco dos bancos no atendimento da elevada necessidade de financiamento do setor público no período.

Aquela trajetória resultou em uma crescente preferência do público por aplicações que, além de aproximadamente manter o poder de compra, pudessem ser rapidamente transformadas em moeda e a um custo desprezível. A estas aplicações convencionou-se denominar moeda indexada.⁽³¹⁾ Foram duas as razões desta crescente preferência. Em primeiro lugar, a inflação ascendente aumentou o custo de se manter a moeda convencional, resultando na redução da demanda real por este ativo, em favor da moeda indexada. Em segundo lugar, a acentuada incerteza quanto à trajetória da inflação resultou em uma maior preferência pela liquidez por parte do mercado, deslocando aplicações de prazos maiores para a moeda indexada.

Não atender ao perfil de aplicação desejado pelos agentes econômicos resultaria em uma significativa redução da intermediação financeira. Evidentemente, havia ainda a opção de oferecer uma taxa de juros mais atrativa para fazer com que o público renunciasse à liquidez. Entretanto, dada a forte preferência por esta, a taxa de juros teria que ser, provavelmente, bastante superior à que efetivamente se verificou no período.⁽³²⁾

(31) Utilizando expressões mais ligadas ao mercado financeiro, podem ser caracterizadas como moeda indexada as aplicações no *overnight* e nos fundos de aplicações com resgate diário. Estes últimos podem ser lastreados em papéis públicos e privados. No caso do *overnight*, distingue-se o *over SELIC* do *over ADM* lastreados, respectivamente, em papéis públicos e privados. Vide, a respeito, CARVALHO (1991, p. 20).

(32) A opção de oferecer uma taxa de juros mais atrativa para fazer com que o público desistisse da moeda indexada só seria válida para a parcela desta que não fosse substituída da moeda convencional, pois qualquer economia precisa de um certo volume de encaixes monetários.

A solução para se compatibilizar o perfil de aplicação desejado pelos agentes econômicos e as necessidades de financiamento da economia seria criar condições adequadas para que os ativos financeiros se transformassem em lastro da moeda indexada. A entrada em ação do banco dos bancos se deu justamente para criar estas condições.

Como o sistema financeiro apresentava em seu ativo grande parte dos haveres financeiros, como estes haveres teriam que ser refinanciados diariamente junto ao público, já que este desejava a moeda indexada, e como o sistema financeiro não concederia ao público uma liquidez que o governo não lhe garantisse, o banco dos bancos passou a participar do mercado de forma a garantir às instituições financeiras a parcela do refinanciamento necessário que essas eventualmente não obtivessem junto ao público. Esta participação se deu mediante o que se convencionou denominar zeragem automática. Por meio desta, o banco dos bancos participava do mercado concedendo ao sistema financeiro o montante de recursos que este necessitasse para financiar a sua carteira de títulos federais.⁽³³⁾ Ao dispensar este tratamento aos títulos federais, o banco dos bancos criava, simultaneamente, condições para que também os demais tipos de ativos financeiros se tornassem lastro da moeda indexada. Isto porque as instituições financeiras direcionavam o financiamento disponível no mercado para os demais tipos de ativos financeiros, para, então, com a certeza de sucesso, financiar a sua carteira de títulos federais recorrendo, se preciso, ao banco dos bancos.

Portanto, ao atuar da forma descrita no parágrafo anterior o banco dos bancos viabilizava a existência de um volume de poupança financeira mais compatível com as exigências da economia. O maior interessado neste esquema era, evidentemente, o setor público com a sua elevada necessidade de financiamento.⁽³⁴⁾ Em nível do BCB, a atuação do banco dos bancos

(33) A partir de maio de 1990, o banco dos bancos deixou de fazer a zeragem automática. Entretanto, como a inflação manteve uma trajetória crescente e imprevisível, permaneceram as circunstâncias que fizeram com que o público desejasse a moeda indexada. Enquanto isto acontecer, o banco dos bancos terá que atuar, de algum jeito, para viabilizar a existência da moeda indexada.

(34) Ao final de 1989, a relação títulos públicos/haveres financeiros, considerando-se apenas a parcela em poder do público, chegou a 55%. Vide Banco Central do Brasil. *Brasil: Programa Econômico*, v. 28, mar. 1991, p. 43. Deve-se registrar ainda que uma parcela dos recursos captados por meio dos demais tipos de ativos financeiros acabaram, na verdade, financiando a compra de títulos federais. Essa parcela era desconhecida, exceto no caso dos depósitos de poupança. Uma parte destes depósitos era transferida ao BCB, seja de forma compulsória, seja de forma voluntária, servindo, então, para financiar as compras de títulos federais feitas por esta instituição no mercado primário. O montante destas transferências pode ser verificado nas estatísticas dos fatores de contração e

auxiliava a autoridade monetária ao permitir que uma expressiva parcela dos títulos federais, obtida por essa instituição no mercado primário, fosse vendida ao público e não tivesse como contrapartida, por consequência, a expansão da base monetária. Como anteriormente afirmado, poder-se-ia oferecer uma taxa de juros para fazer com que os agentes econômicos renunciassem à liquidez, mas esta, provavelmente, mostrar-se-ia incompatível com a já delicada situação das finanças públicas. Sob este ponto de vista, o banco dos bancos permitiu que se economizasse o diferencial de juros que teria que ser pago caso não se ofertasse a moeda indexada.

Em que pese a economia de recursos propiciada pelo banco dos bancos, a atuação deste tinha uma importante implicação. Ao permitir que a parcela dos haveres financeiros que lastreavam a moeda indexada pudesse ser transformada em moeda convencional a um custo desprezível, e rapidamente, fazia simultaneamente com que a quantidade da moeda convencional fosse determinada pelos próprios agentes econômicos. Deste modo, a autoridade monetária pouco poderia fazer diante do desejo dos agentes econômicos de trocar haveres financeiros por ativos reais e especulativos quando eles, por algum motivo, passassem a acreditar que esta seria a melhor forma de maximizar a sua riqueza. Assim, o aumento do risco do não recebimento do principal aplicado e/ou a expectativa de que a taxa nominal de juros cotejada com a taxa esperada de inflação geraria uma remuneração insatisfatória, acabaria por resultar em uma fuga para os ativos reais e especulativos contra a qual a autoridade monetária pouco poderia fazer.

Nos meses finais de 1989 e nos primeiros meses de 1990 a atuação do banco dos bancos passou a ser o principal obstáculo para que a autoridade monetária mantivesse algum controle monetário. Como se pode ver na Tabela 4, o mercado secundário de títulos federais, que entre janeiro e agosto de 1989 tinha sido responsável por uma acentuada redução real da base monetária, deixa gradualmente de cumprir este papel nos meses seguintes e, ao término de 1989, acumula um impacto monetário expansionista de cerca de 14% em termos reais. Esta tendência do mercado secundário de títulos federais apresentou uma rápida reversão em janeiro de 1990, mas retornou no mês seguinte, às vésperas da adoção do Plano Collor I.⁽³⁵⁾ Este

expansão da base monetária. Vide, por exemplo, Banco Central do Brasil. *Brasil: Programa Econômico*, v. 24, mar. 1990, p. 47.

(35) O significativo aumento das transferências de parte dos depósitos de poupança ao BCB, nos

processo de crescente fuga da moeda indexada para ativos reais e especulativos ocorreu em vista do aumento do risco do não recebimento do principal aplicado e de uma rentabilidade esperada negativa em vista da aceleração da inflação.⁽³⁶⁾

TABELA 4
IMPACTO MONETÁRIO DAS OPERAÇÕES NO MERCADO
SECUNDÁRIO DE TÍTULOS FEDERAIS - 1989/90 (em %)

	1989					1990	
	Jan./Ago.	Jan./Set.	Jan./Out.	Jan./Nov.	Jan./Dez.	Jan.	Jan./Fev.
Mercado Secundário de Tít. Federais ⁽¹⁾	-56,8	-49,4	-35,8	-12,0	13,7	-24,7	- 0,8
Total ⁽²⁾	-22,5	-24,8	-30,0	-23,5	- 0,5	-29,2	-29,0

Notas: (1) corresponde à variação percentual real acumulada da base monetária em relação ao seu valor no último dia do ano anterior, por conta exclusivamente das operações no mercado secundário de títulos federais. Utilizou-se o INPC para deflacionar o crescimento nominal da base monetária.

(2) corresponde à variação percentual real acumulada da base monetária em relação ao seu valor no último dia do ano anterior. Utilizou-se o INPC para deflacionar o crescimento nominal da base monetária.

Fonte dos dados básicos: Banco Central do Brasil. *Boletim Mensal*, v. 26, n. 7, jul. 1990, p. 15, 57 e 75.

Nestas circunstâncias, a primeira medida do Plano Collor I foi alongar compulsoriamente o prazo de vencimento de grande parte dos haveres financeiros. Caso a medida não tivesse sido tomada, a atuação do banco dos bancos poderia fazer com que os títulos federais em poder do mercado fossem para a carteira do BCB, tendo como contrapartida o aumento da base monetária. Dado o montante destes papéis, o resultado provavelmente seria uma inflação ainda mais alta do que a efetivamente ocorrida. Com a adoção da medida, parte dos papéis federais foi para a carteira do BCB, só que tendo como contrapartida empréstimos compulsórios tomados junto aos detentores da poupança financeira.

meses de janeiro e fevereiro de 1990, impediram uma expansão bem superior da base monetária no período. Vide Banco Central do Brasil. *Brasil: Programa Econômico*, v. 24, mar. 1990, p. 47. Este fato se deveu ao acentuado aumento dos depósitos de poupança, como decorrência da crença de parcela do mercado de que estes depósitos não seriam atingidos por eventuais medidas de impacto tomadas pelo governo. Ao longo dos meses de janeiro e fevereiro de 1990, os depósitos de poupança tiveram a sua participação no total dos ativos financeiros aumentada de 22,5% para 25,7%. Vide Banco Central do Brasil. *Brasil: Programa Econômico*, v. 26, set. 1990, p. 77.

(36) O aumento do risco do principal aplicado foi causado, em parte, pelo desenrolar da campanha presidencial.

4. A Situação Após o Plano Collor I

O objetivo desta seção é analisar os efeitos dos acontecimentos relevantes envolvendo o BCB em 1990, especialmente os acontecimentos relacionados ao Plano Collor I, bem como constatar a permanência do risco de um grave descontrole monetário e propor uma reforma patrimonial do BCB.

O balancete analítico do BCB, com um arranjo das contas semelhante ao normalmente apresentado no Boletim Mensal do Banco Central do Brasil, encontra-se na Tabela 5.

TABELA 5
BANCO CENTRAL DO BRASIL - BALANCETE ANALÍTICO
(em bilhões de dólares)

	31/12/1989	31/12/1992
ATIVO	73,7	98,8
Carteira de Títulos Públicos	73,2	96,9
Federais	73,2	93,7
Estaduais e Municipais	0,0	3,2
Contas Diversas com o Governo (saldo líquido)	-14,8	-14,5
Operações com o Tesouro Nacional	-13,4	-14,3
Outras	-1,4	-0,2
Haveres Externos	14,3	13,8
Créditos às Instituições Financeiras	1,0	2,6
PASSIVO	73,7	98,8
Base Monetária	6,0	9,6
Obrigações Externas	58,0	61,6
Depósitos do SFH/SBPE	1,9	2,0
Medida Provisória 168 (15/03/1990)	0,0	21,8
Outras Contas (saldo líquido)	2,7	-1,4
Recursos Próprios	5,1	5,2

Nota: para um melhor entendimento, vide apêndice ao final do trabalho.

Fonte dos dados básicos: Banco Central do Brasil. *Boletim Mensal*, v. 26, n. 7, jul. 90, p. 13-16, 22-23 e 93 e v. 27, n. 1, jan. 91, p. 13-17, 23-24 e 102.

Com a adoção do Plano Collor I, cerca de 67% dos haveres financeiros em poder do público deveriam ser transferidos para o BCB.⁽³⁷⁾ Entretanto, como as instituições financeiras não tinham condições de fazê-lo imediatamente devido às diferenças de prazos entre os seus ativos e passivos, estabeleceu-se um cronograma para estas transferências. Como simultaneamente liberou-se uma parcela dos haveres retidos, a soma do montante de recursos já transferidos com o montante a ser transferido para o BCB não corresponde mais aos 67% dos haveres retidos em março de 1990 com a devida capitalização.⁽³⁸⁾

A conta Medida Provisória 168 (15/03/1990) que se encontra na Tabela 5 corresponde ao montante de recursos já transferidos pelas instituições financeiras ao BCB ao final de 1990.⁽³⁹⁾ A contrapartida pelo lado do ativo destas transferências foi o aumento da carteira de títulos federais.

Além deste fator, outros dois fatores explicam o acentuado aumento da carteira de títulos públicos em 1990. Em primeiro lugar, a redução da inflação resultou em um processo de remonetização, que fez com que o BCB expandisse a base monetária, em contrapartida à aquisição de títulos federais em poder do público. Em segundo lugar, o BCB comprou um significativo montante de títulos municipais, e principalmente estaduais, junto aos bancos estaduais com dificuldades para financiar as respectivas carteiras destes papéis.⁽⁴⁰⁾

Quanto às obrigações externas do BCB, nota-se um aumento muito baixo em 1990, considerando-se que neste ano suspendeu-se parte do paga-

(37) O total dos haveres financeiros em 13/03/1990 era de cerca de US\$ 110 bilhões e a parcela deste montante que foi retida pela Medida Provisória 168 alcançou cerca de US\$ 73,3 bilhões. Vide Banco Central do Brasil. *Informativo Mensal*, n. 117 e n. 118, abr./maio 1990, p. 1 e Banco Central do Brasil. *Boletim Mensal*, v. 26, n. 7, jul. 1990, p. 94.

(38) Ao final de abril de 1990, por exemplo, os haveres financeiros em poder do público já haviam atingido cerca de US\$ 57,6 bilhões. Vide Banco Central do Brasil. *Informativo Mensal*, n. 117 e n. 118, abr./maio 1990, p. 1 e Banco Central do Brasil. *Boletim Mensal*, v. 26, n. 7, jul. 1990, p. 94.

(39) Nesta data, o cronograma de transferências das instituições financeiras ao BCB ainda não havia sido completado. Os denominados valores à ordem do Banco Central do Brasil, que passaram a integrar as estatísticas dos principais haveres financeiros a partir do Plano Collor I e que correspondem ao total dos cruzados novos retidos, totalizavam cerca de US\$ 28 bilhões ao final de 1990, um valor superior, portanto, ao total de recursos então em posse do BCB. Vide Banco Central do Brasil. *Brasil: Programa Econômico*, v. 28, mar. 1991, p. 43 e Banco Central do Brasil. *Boletim Mensal*, v. 27, n. 1, jan. 1991, p. 112.

(40) Estas compras tiveram início em junho de 1990, e ao final daquele ano já totalizavam cerca de US\$ 3,2 bilhões. Vide Banco Central do Brasil. *Boletim Mensal*, v. 27, n. 1, jan. 1991, p. 16 e 112.

mento dos juros da dívida externa.⁽⁴¹⁾ Este fraco aumento da dívida externa do BCB pode ser explicado pela suspensão das operações com base no Aviso MF 030 (providência adotada em meados de 1990) e pelas amortizações da dívida externa executadas pelo BCB junto aos credores externos.⁽⁴²⁾

A Tabela 5 permite mostrar também que os acontecimentos ocorridos em 1990 envolvendo o BCB, em especial o Plano Collor I e suas conseqüências, não alteraram duas características da estrutura patrimonial desta instituição, já salientadas anteriormente, quais sejam, o elevado tamanho do BCB, medido pelo total do passivo (ou do ativo) - cerca de US\$ 100 bilhões - e a pequena participação da base monetária neste total (cerca de 10%), ambos os valores a preços do final de 1990.

O banco central americano tem um passivo (ou ativo) de cerca de US\$ 295 bilhões, aproximadamente três vezes o do BCB, sendo que os EUA têm um PNB cerca de quinze vezes superior ao nosso. A participação da base monetária no total do passivo do banco central americano, por sua vez, chega a 93%.⁽⁴³⁾

A explicação para estas características da estrutura patrimonial do BCB está principalmente na atuação do banqueiro do setor público e na forma como este foi financiado ao longo da década de oitenta, como visto nas seções anteriores. Por um lado, houve um acentuado aumento da participação do BCB no total da dívida externa do país propiciado pela autoridade cambial. Por outro lado, houve a concessão de um elevado grau de liquidez para as aplicações financeiras para aumentar o montante de títulos federais em poder do público sem aumentar excessivamente os custos da dívida mobiliária federal, com o posterior recolhimento compulsório da maior parte destes papéis, ambas providências do banco dos bancos.

(41) A dívida externa não registrada do BCB, aonde se incluem os pagamentos suspensos dos juros da dívida externa, saltou de US\$ 5,2 bilhões ao final de 1989 para US\$ 12 bilhões ao final de 1990. Vide Banco Central do Brasil. *Brasil: Programa Econômico*, v. 28, mar. 1991, p. 63.

(42) A dívida registrada do governo central (inclusive DRME's), onde se inclui o BCB, caiu de US\$ 58,9 bilhões para US\$ 54,5 bilhões entre dezembro de 1989 e dezembro de 1990. Vide Banco Central do Brasil. *Brasil: Programa Econômico*, v. 28, mar. 1991, p. 63.

(43) As informações sobre o banco central americano correspondem aos valores em março de 1990 e podem ser encontradas em *Federal Reserve Bulletin*, v. 76, n. 6, jun. 1990, tabela A.10. Considerou-se como base monetária do banco central americano a soma das contas *Federal Reserve Notes e Deposits to Depository Institutions*. As informações sobre o PNB do Brasil e dos EUA para o ano de 1988 podem ser encontradas no Banco Central do Brasil. *Boletim Mensal*, v. 26, n. 4, abr. 1990, p. 136-137.

Em vista destes acontecimentos, pode-se entender a grande discrepância entre a base monetária e a carteira de títulos públicos, líquida do saldo das contas diversas com o governo. Em condições normais, a carteira de títulos públicos dos bancos centrais corresponde à parcela daqueles papéis, adquiridos por estes junto aos respectivos tesouros nacionais, que foi monetizada. Isto não aconteceu no caso do BCB, pois a diferença entre a sua carteira de títulos públicos (líquida do saldo das contas diversas com o governo) e a base monetária foi financiada pelo endividamento externo do BCB e pelo endividamento interno (inclui as contas Medida Provisória 168 e depósitos do SFH/SBPE). Dada a magnitude desta diferença, se o BCB não tivesse as fontes alternativas de financiamento um descontrole monetário ainda maior teria se consumado.

O risco deste descontrole, no entanto, é ainda bastante elevado devido aos fortes impactos que pequenas reduções no passivo não monetário e/ou pequenos aumentos do ativo podem criar sobre a base monetária. O primeiro caso ocorreria, por exemplo, se fosse feita a devolução de parte ou da totalidade dos ativos financeiros retidos sem que estes recursos voltassem ao BCB por meio da compra de títulos federais da sua carteira; ocorreria, ainda, se fosse paga a totalidade ou parte dos juros pendentes da dívida externa sem reduzir as reservas internacionais. O segundo caso ocorreria, por exemplo, se houvesse uma nova fuga da moeda indexada com o conseqüente aumento da carteira de títulos federais do BCB. É curioso que diante da problemática situação patrimonial do BCB sugira-se, com certa freqüência, a independência desta instituição, sem qualquer referência a uma reforma da sua estrutura patrimonial.

As atuais dívidas interna e externa do BCB decorreram, essencialmente, do financiamento da atuação do banqueiro do setor público. São problemas, portanto, cuja solução está condicionada à distribuição dos custos do ajuste das finanças públicas (redução do valor das dívidas externa e interna, aumento da carga fiscal, redução dos gastos públicos, privatização forçada etc.). Para se criar condições mais favoráveis ao restabelecimento da capacidade de controle da autoridade monetária e tornar mais clara a necessidade de um ajuste das finanças públicas, o governo poderia recomprar grande parte dos títulos públicos que se encontram no BCB, absorvendo, em troca, uma parcela equivalente da dívida desta instituição.⁽⁴⁴⁾

(44) Diversas sugestões de alteração da relação entre o BCB e o Tesouro Nacional podem ser encontradas em LUNDBERG (s/d, p. 27-34).

Obviamente, a realização desta troca exigiria estudos técnicos detalhados para se saber a forma exata que a providência assumiria. Apenas a título de ilustração, a Tabela 6 apresenta o resultado de uma reforma patrimonial sobre o balancete analítico do BCB. Os saldos das contas diversas com o governo, Medida Provisória 168, depósitos do SFH/SBPE e obrigações externas, sendo que neste último caso apenas a parcela que excedesse o saldo dos haveres externos seriam transferidos para o Tesouro Nacional, juntamente com uma parcela da carteira de títulos públicos de valor igual à soma destas contas.⁽⁴⁵⁾ O balancete patrimonial do BCB passaria, então, a ser o seguinte:

TABELA 6
BANCO CENTRAL DO BRASIL - BALANCETE ANALÍTICO
REFORMADO, 31/12/1990
(em bilhões de dólares)

Ativo		Passivo	
Haveres Externos	13,8	Base Monetária	9,6
Títulos Públicos	10,8	Obrigações Externas	13,8
Créditos às Inst. Financ.	2,6	Recursos Próprios	5,2
		Outras Contas	
		(Saldo Líquido)	-1,4
Total	27,2	Total	27,2

Nota: para um melhor entendimento vide o texto.

Retirados os efeitos da atuação do banqueiro do setor público, a base monetária passaria a apresentar uma participação muito maior no passivo estando, portanto, muito menos sujeita a variações bruscas como decorrência de alterações no passivo e no ativo. A carteira de títulos públicos, por sua vez, apresentaria um tamanho absolutamente suficiente para executar operações de mercado aberto, sendo até, na verdade, um pouco elevada. Com esta estrutura patrimonial pode-se, inclusive, dar um maior sentido a uma eventual decisão em favor da independência do Banco Central do Brasil.

(45) Uma parcela desconhecida dos recursos já depositadas no BCB por meio da Medida Provisória 168 decorreu da retenção de parte dos depósitos de poupança e dos depósitos a prazo nas instituições financeiras e não das aplicações em títulos públicos. Não há justificativa para transferir também esta parte do passivo do BCB para o governo. Este é um dos problemas que uma reforma patrimonial do BCB, com base em um estudo mais detalhado, teria que considerar.

Conclusões

Este trabalho procurou analisar como se evitou um descontrole monetário ainda maior nos anos que antecederam o Plano Collor I, enfocando o BCB e quatro das suas funções: autoridade monetária, autoridade cambial, banqueiro do setor público e banco dos bancos.

Diante da acentuada deterioração das contas do governo ao longo da década de oitenta, o banqueiro do setor público tem sido o principal obstáculo para que a autoridade monetária cumpra a sua função. Ao final da década, a estrutura patrimonial do BCB estava profundamente marcada pela intensidade com que se recorreu ao banqueiro do setor público, sendo a principal indicação disto a elevada carteira de títulos federais desta instituição.

A autoridade monetária logrou evitar um descontrole monetário ainda maior, na segunda metade da década de oitenta, por meio de duas fontes de financiamento à atuação do banqueiro do setor público: o aumento do endividamento externo do BCB e a venda de títulos federais ao público propiciadas, respectivamente, pela autoridade cambial e pelo banco dos bancos.

Ao longo de 1989, as dificuldades em manter algum controle monetário aumentaram consideravelmente. As informações disponíveis não permitem concluir se o aumento do financiamento concedido pelo banqueiro do setor público contribuiu para o agravamento da situação, mas é certo que os problemas surgidos neste ano foram, em uma importante medida, causados pelo desgaste do papel da autoridade cambial e do banco dos bancos enquanto financiadores do banqueiro do setor público. No caso da autoridade cambial, o resultado das suas operações foi fortemente negativo em 1988 e, provavelmente, seguiria o mesmo caminho em 1989. No caso do banco dos bancos, as expectativas de uma rentabilidade real líquida negativa das aplicações financeiras em conjunto com o aumento do risco de perda do principal aplicado resultaram em um processo de fuga da moeda indexada. As soluções encontradas em cada um destes casos para preservar o controle monetário foram, respectivamente, a suspensão do pagamento de parte dos juros da dívida externa a partir de julho de 1989 e a retenção de grande parte dos haveres financeiros em março de 1990.

Considerando-se a estrutura patrimonial do BCB ao final de 1990, pode-se verificar uma dívida externa e interna (principalmente cruzados

novos retidos) extremamente elevada, em contrapartida a uma carteira de títulos federais igualmente elevada. A pequena participação da base monetária no passivo total do BCB torna alto o risco de um grave descontrole monetário. Este descontrole poderia resultar, por exemplo, do pagamento da totalidade ou de parte dos juros pendentes da dívida externa, de nova fuga da moeda indexada e/ou da devolução dos ativos financeiros retidos.

A eliminação deste risco passa, em última instância, pelo ajuste das finanças públicas. Entretanto, para tornar mais clara a necessidade deste ajuste e criar condições mais favoráveis ao restabelecimento do controle monetário parece recomendável que o governo recompre grande parte da carteira de títulos federais do BCB e absorva, em troca, uma parcela equivalente da dívida desta instituição. Uma reforma institucional deste tipo é, sem dúvida, um problema prévio à regulamentação da inserção institucional e do papel do BCB na economia, regulamentação esta prevista no artigo 192 da Constituição, à medida que não se pode esperar uma nova atuação desta instituição nas suas atuais condições patrimoniais.

APÊNDICE

Este apêndice objetiva mostrar como se chegou à Tabela 1 deste trabalho, a partir das contas do balancete analítico do BCB, conforme publicado no seu boletim mensal.

Para se chegar ao saldo das contas diversas com o governo, o conjunto das contas ativas abaixo relacionadas foram somadas e o resultado foi subtraído da soma do conjunto das contas passivas também abaixo relacionadas:

***Contas Ativas:**

- a) operações especiais com o setor público;
- b) outras operações com recursos de fundos e programas;
- c) repasses com recursos de fundos e programas a instituições financeiras;
- d) encargos diversos.

***Contas Passivas:**

- a) recursos de fundos e programas;
- b) operações com o Tesouro Nacional.

O saldo dos créditos às instituições financeiras foi deduzido do saldo dos repasses feitos a instituições financeiras com recursos de fundos e programas que já está incluído no saldo das contas diversas com o governo.⁽⁴⁶⁾

As obrigações externas incluem os depósitos registrados em moeda estrangeira (DRME's).

O saldo das outras contas (saldo líquido) é o resultado da soma de uma conta com o mesmo nome mais o saldo de uma conta denominada outros depósitos.

As demais contas consideradas na Tabela 1 podem ser facilmente identificadas no boletim mensal do BCB.

Referências Bibliográficas

- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Boletim Mensal*, diversos números.
- _____. *Relatório Anual*, diversos números.
- _____. *Brasil: Programa Econômico*, diversos números.
- _____. *Informativo Mensal*, n. 117 e 118, abr./maio 1990.
- _____. *Indicadores macroeconômicos do setor público*. DEPEC, set. 1989 e maio 1990 (mimeo.).
- BATISTA JÚNIOR, P. N. *Superávit primário, encargos financeiros e dívida do setor público 1983-88*. São Paulo: Centro de Análise de Políticas Macroeconômicas/IESP/Fundap, jan. 1990 (mimeo.).
- BONTEMPO, H. C. *Transferência externa e financiamento do Governo Federal e Autoridades Monetárias*. São Paulo: Instituto de Economia do Setor Público/Fundap, Textos para discussão n. 17, dez. 1988.
- CARVALHO, C.E. *Liquidez e choques antiinflacionários*. São Paulo: Centro de Análise de Políticas Macroeconômicas/IESP/Fundap, jan. 1991 (mimeo.).
- FEDERAL RESERVE. *Federal Reserve Bulletin*, v. 76, n. 6, jun. 1990.

(46) Os dados sobre a composição dos créditos concedidos às instituições financeiras pelo BCB podem ser encontrados em Banco Central do Brasil. *Boletim Mensal*, v. 26, n. 7, jul. 1990, p. 22-23.

- FREITAS, M. C. P., FERREIRA, C. K. L. & SIMÕES DA SILVA, L. A. *O formato institucional do sistema monetário e financeiro: um estudo comparado* Relatório Parcial n. 2: *Análise comparada dos bancos centrais e formas de gestão da política monetária*. São Paulo: IESP/Fundap/Secretaria da Tecnologia e Desenvolvimento Econômico do Estado de São Paulo, s/d (mimeo.).
- KILSZTAJN, S. *Governo Federal e dívida externa: o fluxo financeiro entre Banco Central, Tesouro Nacional e Banco do Brasil*. São Paulo: Pontifícia Universidade Católica, s/d (mimeo.).
- LUNDBERG, E.L. *Déficit público e política monetária uma análise do quadro institucional e sugestões*. São Paulo: Banco Central do Brasil, s/d (mimeo.).
- MEYER, A. & MARQUES, M. S. B. Implicações macroeconômicas da conversão de dívida externa. *Revista Brasileira de Economia*, v. 43, n. 4, p. 536-540, out./dez. 1989.
- NABÃO, M. *Política cambial e déficit público*. Dissertação de mestrado, Brasília: UNB, 1990.
- PARENTE, P. P. *Déficit público*, São Paulo: Instituto de Economia do Setor Público/Fundap, Textos para discussão n. 15, set. 1988.
- PELLEGRINI, J.A. O Brasil e a nova dívida externa. *Informações FIEPE*, n. 140, maio/jun. 1992.
- RAMALHO, V. Alguns aspectos analíticos da relação entre balanço de pagamentos e base monetária. *Estudos Econômicos*, v. 19, n. 2, p. 225-247, maio/ago. 1989.

(Recebido em novembro de 1991. Aceito para publicação em junho de 1992).