

UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ  
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, CONTABILIDADE E ATUARIA  
CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

A INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL E SEUS EFEITOS SOBRE AS  
TAXAS DE INFLAÇÃO E JURO: UMA ANÁLISE MACROECONÔMICA.

NILSON MACHADO VIEIRA JÚNIOR

ORIENTADOR: EMERSON MARINHO

Monografia submetida à Coordenação do Curso de Graduação em  
Economia, como requisito parcial para obtenção do título de  
Bacharel em Ciências Econômicas.

FORTALEZA

1994

---

Prof. Emerson Marinho

---

Prof. João Mário

---

Prof. José Raimundo

Monografia aprovada em \_\_\_\_ de janeiro de 1994.

"Inflation is always and everywhere a monetary phenomenon".

Milton Friedman.

"A inflação não é neutra com relação à distribuição de renda. Na verdade, ela é um jogo de soma negativa, onde o ganho de poucos é menor do que a perda de muitos".

Fernando de Holanda Barbosa.

## AGRADECIMENTOS

Acima de todas as coisas agradeço a DEUS por Sua ajuda em todos os momentos de minha vida, pelas lutas e vitórias pelas quais tenho passado; sem Sua ajuda, ter-me-ia sido impossível realizar este trabalho de monografia.

Também estou em dívida para com aqueles que me geraram e proporcionaram educação, saúde e amor. Agradeço a meus pais, Nilson Machado Vieira e Antonieta Rodrigues Vieira, pelos grandes esforços e sacrifícios que eles fizeram por mim durante toda a minha vida; sem tais esforços, não teria alcançado as vitórias obtidas ao longo de minha caminhada.

Sou grato ao professor Emerson Marinho por sua ajuda na elaboração do presente trabalho. Agradeço suas críticas e orientação; aos professores João Mário e José Raimundo por sua disposição ao participar da banca examinadora. Apesar do pouco tempo disponível para leitura deste trabalho, ambos demonstraram boa vontade na apreciação do mesmo, apresentando críticas e sugestões na melhoria desta monografia.

"Least but not last", sempre pude contar com a amizade e apoio de colegas; não citá-los seria uma injustiça de minha parte: Nacélio Pacó Meireles Filho, Edneuza Santana de Oliveira, Adriana Maria Vasconcelos, Amália Uchêa, dentre outros.

## SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	01
1. ASPECTOS TEÓRICOS.....	02
1.1 A MECÂNICA DO FINANCIAMENTO DO DÉFICIT PÚBLICO.....	02
2. A PROPOSTA DA INDEPENDÊNCIA DA AUTORIDADE MONETÁRIA.....	04
CAPÍTULO I - DÉFICIT PÚBLICO, EMISSÃO MONETÁRIA E INFLAÇÃO.....	08
1. DÉFICIT PÚBLICO, EMISSÃO MONETÁRIA E INFLAÇÃO.....	08
1.1 INTRODUÇÃO.....	08
1.2 O TESOURO E O BACEN.....	10
1.2.1 EMISSÃO MONETÁRIA E INFLAÇÃO.....	14
1.3 O IMPACTO DOS DÉFICITS DO GOVERNO NO CRESCIMENTO MONETÁRIO.....	20
1.4 CONDUZINDO A POLÍTICA MONETÁRIA.....	26
1.5 CONCLUSÃO.....	32

CAPÍTULO II - OS DÉFICITS E A TAXA DE JUROS.....	34
2.1 INTRODUÇÃO.....	34
2.2 DÉFICIT PÚBLICO: UMA FORMULAÇÃO.....	35
2.3 DÉFICITS ORÇAMENTÁRIOS: O FINANCIAMENTO POR TÍTULOS E SEUS EFEITOS.....	36
2.4 CONCLUSÃO.....	44
CAPÍTULO III - OS BANCOS ESTADUAIS E O DESCONTROLE FISCAL.....	47
3.1 INTRODUÇÃO.....	47
3.2 OS BANCOS OFICIAIS E O PROBLEMA DA GERAÇÃO E TRANSMISSÃO DE DÉFICITS.....	49
3.3 CONCLUSÃO.....	55
CONCLUSÃO FINAL.....	57
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	62

## INTRODUÇÃO

A inflação constitui-se, hoje, no Brasil, em um dos principais problemas a serem enfrentados pelo governo. Já se presenciou no país a uma série de planos econômicos visando como meta primeira a estabilização das taxas inflacionárias, o que não foi plenamente alcançado, e a inflação continua em uma trajetória ascendente.

Por outro lado, as taxas de juros também se encontram em patamares bastante elevados, prejudicando, desse modo, o investimento privado. Da literatura econômica tradicional, sabe-se que esses dois fatores combinados, altas taxas de inflação e juros, atuam como inibidores da demanda agregada interna, gerando recessão e expectativas negativas com relação ao futuro. Portanto, faz-se necessário um programa econômico que vise a uma mudança no regime de política monetária a fim de que as taxas inflacionárias e de juros sejam estabilizadas. Não se pretende, aqui, afirmar que a simples mudança no regime de política monetária seria condição suficiente para se reduzir a inflação. Embora a política monetária possua limitações, uma mudança do regime monetário é, sem dúvida, necessária para se reduzir a inflação.

Mas, ambos os processos de "desordem econômica" que se

verificam no país têm suas origens possivelmente no desequilíbrio das contas públicas, a saber, no déficit público. Assim, torna-se imperioso que se alcance o ajuste das contas públicas como parte de um esforço no combate à inflação.

## 1. ASPECTOS TEÓRICOS

Uma vez identificado no déficit público o principal fator causador da inflação e do aumento das taxas de juros, torna-se interessante verificar como se dá esta causação, analisando os mecanismos de financiamento do déficit público e suas implicações sobre as taxas de inflação e juros.

### 1.1 A MECÂNICA DO FINANCIAMENTO DO DÉFICIT PÚBLICO

Como o governo federal financia seus gastos? Essa questão torna-se importante para que se entenda a relação entre o déficit público e as variações na base monetária.

Há, basicamente, dois modos de financiamento do déficit: o financiamento pela dívida, no qual o governo pede emprestado do público, e pela moeda, quando o governo recorre ao Bacen e este último emite moeda. Em havendo expansão da base

monetária, isso se refletirá em uma pressão altista sobre os preços, ocasionando mais inflação.

Neste trabalho, a análise centrar-se-á neste último modo de se financiar o déficit orçamentário. Interessa aqui o estudo do impacto dos déficits governamentais nas taxas de inflação e juros.

Foi visto acima que o financiamento pela emissão de moeda implicará um aumento da inflação. Por outro lado, existe também a questão dos impactos do déficit orçamentário sobre as taxas de juros.

Quando o governo se engaja em um financiamento pela dívida, ele toma emprestado do público; para tal, o governo precisa vender seus títulos, oferecendo, em contrapartida, juros maiores. Desse modo, forma-se a dívida pública. O problema que se verifica é que, quando ocorre um déficit, isso geralmente eleva as taxas de juros, o que influencia negativamente o investimento. No caso de um país como o Brasil, em que há um descrédito da sociedade para com o governo, e onde o risco de investimento é alto, é necessário aumentar ainda mais as taxas de juros para que o setor privado compre os títulos do governo. A economia entra, assim, no chamado "círculo vicioso", onde os recursos que poderiam ser destinados para investimentos produtivos são desviados para o mercado financeiro, onde as taxas de juros são

mais atrativas. O desequilíbrio das contas públicas, tendo no déficit um de seus principais elementos, "alimenta" esse círculo vicioso, sem a interrupção do qual fica prejudicado o crescimento econômico.

## 2. A PROPOSTA DA INDEPENDÊNCIA DA AUTORIDADE MONETÁRIA

Dentre as propostas que têm surgido recentemente para a estabilização das taxas inflacionárias, está a da autonomia do Banco Central com relação ao Tesouro. Esta proposta é interessante porque implica uma mudança institucional importante e que, sem dúvida, pode ajudar no processo de estabilização econômica.

Em um ambiente de altas taxas de inflação e juros, não é possível se obter recuperação econômica. Não há, por outro lado, estabilidade de preços se não houver credibilidade monetária<sup>1</sup>. Todos esses longos anos de inflação alta e de déficits financiados pela emissão monetária levaram o cruzeiro ao total descrédito<sup>2</sup>. Sem uma moeda estável, torna-se mais difícil

---

<sup>1</sup> Sobre esse tópico ver mais em RESENDE, André Lara. O Conselho da Moeda: Um Órgão Emissor Independente. Revista de Economia Política, vol. 12, número 04 (48), outubro-dezembro, 1992.

<sup>2</sup> Idem.

a recuperação da atividade econômica e o próprio equilíbrio das contas públicas.

Para que se possa recuperar a credibilidade da moeda, a autonomia do Banco Central surge como um dos requisitos, dentro de um programa mais amplo de estabilização econômica, para se alcançar este objetivo. Propõe-se uma autoridade monetária independente e que esta comprometa-se principalmente com a estabilidade de preços na economia. Um outro fator importante, seria quanto ao mandato do "governador" do Banco Central, que deveria possuir mandato fixo por um período de tempo, como uma forma de livrá-lo de pressões políticas advindas do executivo e/ou legislativo.

Devido à atualidade e relevância do tema, este trabalho pretende analisar a questão da independência do Banco Central e seus efeitos sobre as taxas de inflação e juros, e, conseqüentemente, sobre o nível de atividade econômica. Assim, pretende-se dividir este trabalho do seguinte modo: o primeiro capítulo abordará a questão do financiamento do déficit via emissão de moeda pelo Banco Central, caracterizando um regime de política monetária passiva. Caracteriza-se este tipo de política monetária pelo fato de ser o Bacen constrangido a financiar o déficit pela emissão de moeda<sup>2</sup>. Desse modo, o governo recorre ao

---

<sup>2</sup> Ou seja, pelo aumento do chamado "high-powered money": dinheiro de alto poder de expansão, que é a própria base monetária.

Bacen para financiar compromissos contraídos no passado ou para pagar transações correntes. Até que ponto este tipo de financiamento (também conhecido como financiamento inflacionário) pode afetar a estabilidade dos preços, ou, como no caso do Brasil, até que ponto isso influencia no processo de aceleração inflacionária? Procura-se, pois, investigar essa problemática no primeiro capítulo deste trabalho para, em seguida, passar-se a examinar o caso no qual houvesse separação institucional entre o Bacen e o Tesouro. Neste segundo caso, a autoridade monetária não se veria obrigada a financiar o déficit público via emissão de moeda. Isto caracterizaria uma política monetária ativa, na qual o Banco Central possui liberdade para escolher a taxa de expansão monetária, independente da situação do orçamento fiscal e das decisões de portfólio do setor privado. Torna-se interessante observar, neste aspecto, o comportamento das taxas de inflação, a fim de se avaliar a importância do segundo tipo de regime de política monetária em um processo de estabilização econômica.

No segundo capítulo, procura-se analisar uma outra importante variável macroeconômica no contexto do déficit público: a taxa de juros. Os déficits tendem geralmente a pressionar as taxas de juros para cima; embora não haja uma concordância absoluta na literatura econômica sobre se o déficit causa aumento ou não nas taxas de juros\*, assume-se, neste

---

\* Existem alguns trabalhos empíricos que mostram uma relação entre déficits e taxas de juros. Entre estes está o de HOELSCHER, Gregory - *New Evidence on Deficits and Interest Rates*, *Journal of*

trabalho, que esta relação existe, ou seja, o déficit público pressiona para cima as taxas de juros. Neste sentido, torna-se necessário um ajuste fiscal estrutural a fim de se atingir o equilíbrio das contas públicas, possibilitando, desse modo, um combate efetivo à aceleração inflacionária e ao aumento das taxas de juros, que alcançam hoje níveis bastante elevados, prejudicando, em última instância, o investimento privado.

Por outro lado, existe também a importante problemática dos bancos estaduais no processo de desajuste das contas públicas, contribuindo para a espiral inflacionária. Portanto, torna-se necessária uma redefinição do papel dos bancos estaduais em um processo de ajustamento mais amplo.

Finalizando este trabalho de monografia, serão apresentadas as conclusões obtidas da análise dos tópicos examinados; ao mesmo tempo, procura-se sugerir um pequeno elenco de medidas que podem ser úteis para o alcance da estabilidade econômica.

## CAPÍTULO I

### 1 - DÉFICIT PÚBLICO, EMISSÃO MONETÁRIA E INFLAÇÃO

#### 1.1 - INTRODUÇÃO

O déficit público é o principal problema a ser enfrentado pelo governo hoje no Brasil. O desequilíbrio das contas públicas tem acarretado uma série de conseqüências negativas para o país, prejudicando o desenvolvimento econômico. Este problema vem se verificando há algum tempo, porém, principalmente da década de 80 até aos dias atuais, é que tem-se revelado ser extremamente importante no próprio processo de superação da atual crise econômica pela qual o país atravessa. Existe um consenso entre os que estudam a economia brasileira de que o déficit público é a principal fonte geradora de incertezas no que toca a preços, à produção e ao nível de atividade econômica.

Interessa, aqui, examinar principalmente a relação entre o déficit orçamentário e preços, ou seja, entre déficit e

inflação. Entre aqueles que advogam a tese de que déficits podem ser inflacionários estão os monetaristas. Entretanto, para eles, o crescimento da oferta monetária é a principal causa da inflação. Na estrutura teórica monetarista, déficits tendem a ser inflacionários porque o Banco Central conduz a política monetária controlando ou "suavizando" as oscilações da taxa de juros ao invés da oferta monetária. Então, quando os déficits pressionam para cima as taxas de juros, há a tendência para o Banco Central aumentar a oferta monetária, em cujo caso os déficits, em última instância, causam inflação ao promover maior crescimento monetário.

Ainda não existe, na literatura econômica, uma concordância total sobre se o déficit afeta a oferta monetária positivamente. Este ainda é, pois, um ponto controverso.

Neste primeiro capítulo, procurar-se-á analisar uma situação em que o déficit público, sendo financiado por emissão monetária, causa uma aceleração inflacionária. Esta, por sua vez, tende a tornar a moeda desacreditada; tal caso é o do Brasil, em anos de indisciplina fiscal provocaram emissões irresponsáveis de moeda, causando descrédito à moeda do país. Recuperar e estabilizar o valor da moeda, devolvendo-lhe credibilidade, torna-se ponto indiscutível para a recuperação econômica do país.

Neste sentido, o déficit do governo possui um papel

importante no processo de ajustamento econômico; é necessário que se alcance o equilíbrio orçamentário para, então, poder implementar-se um programa mais amplo de ajuste econômico.

A questão do déficit público no Brasil ainda é muito controversa, como já observado. Isso porque também existem algumas dificuldades importantes no que toca a uma clara mensuração do déficit. A própria desorganização das finanças públicas torna difícil a tentativa de avaliar o déficit. Por outro lado, há uma carga ideológica advinda tanto do debate sobre o papel do setor público no ajustamento macroeconômico no atual quadro de crise, quanto na questão maior sobre a função do Estado na economia. Isso tem levado, muitas vezes, a que estas questões sejam examinadas com idéias pré-concebidas levando a uma tomada radical de posições, antes mesmo da análise objetiva dos fatos.

#### 1.2 - O TESOURO E O BACEN

Para melhor poder-se entender a questão da emissão monetária no processo do déficit público, torna-se interessante observar o relacionamento entre o Tesouro e o Bacen.

O Tesouro possui uma conta no Banco Central da qual ele efetua, quando necessário, os pagamentos de compras e serviços do governo. Isto se dá da seguinte maneira: ao pagar pela compra de bens e serviços, o Tesouro emite um cheque sobre sua

conta no Bacen, instruindo este último, ao invés de um banco comercial, a pagar ao detentor do cheque o valor da compra pelos bens e/ou serviços. O detentor do cheque deposita-o em um banco comercial, que, por sua vez, o apresenta ao Bacen. O Bacen então credita na conta do banco comercial o valor do cheque. Uma consequência interessante do pagamento pelo Tesouro de sua conta no Bacen, é que isso afeta o estoque de base monetária.

Devido a esta consequência das compras governamentais sobre o estoque de base monetária, alguns autores defendem a disseminação da conta do Tesouro também entre os bancos comerciais, de modo que, além dos recursos estáveis mantidos no Banco Central, o Tesouro teria contas também na rede de bancos comerciais e públicos. A fim de evitar que os pagamentos do Tesouro afetem o estoque de base monetária, o Tesouro norte-americano, por exemplo, mantém contas em bancos comerciais. Estas contas, chamadas de contas de financiamento ou de impostos, impedem, quando o Tesouro recebe os pagamentos de impostos e os deposita nelas, que o estoque de base monetária seja afetado. Neste sentido, torna-se uma proposta interessante para o Brasil.

A tabela abaixo, baseada em Simonsen e Cysne (1989), apresenta o balancete consolidado do sistema monetário, que explicita uma tautologia de grande utilidade no estudo do processo de criação e destruição de meios de pagamento: o seu volume é igual ao saldo das aplicações do sistema bancário

comercial e das Autoridades Monetárias junto ao restante da economia sobre o volume de recursos não-monetários recebidos pelo referido sistema.

BALANCETE CONSOLIDADO DO SISTEMA MONETARIO	
ATIVO	PASSIVO
APLICACOES DOS BANCOS COMERCIAIS D) Empréstimos ao setor privado C) Títulos públicos e particulares APLICACOES DAS AUTORIDADES MONETARIAS a) Reservas internacionais b) Empréstimos ao Tesouro Nacional c) Títulos públicos e federais e) Empréstimos ao setor privado f) Empréstimos aos Governos Estaduais, Municipais, Autarquias e outras entidades públicas l) Aplicações especiais	MEIOS DE PAGAMENTO r) Papel-moeda em poder do público m) Depósitos à vista nas Autoridades monetárias H) Depósitos à vista nos Bancos comerciais RECURSOS NAO-MONETARIOS DOS BANCOS COMERCIAIS l) Depósitos a prazo M) Saldo líquido das demais contas RECURSOS NAO-MONETARIOS DAS AUTORIDADES MONETARIAS k) Depósitos do Tesouro Nacional n) Depósitos a prazo o) Empréstimos externos q) Recursos especiais s) Saldo líquido das demais contas

Este balancete permite observar que qualquer variação (Δ) na Base Monetária ou nos Meios de Pagamento deve apresentar como contrapartida uma variação das operações ativas ou do passivo não-monetário das Autoridades Monetárias (no caso de Base) ou do sistema bancário como um todo (no caso de meios de pagamento). Portanto, denotando-se por AM e SB, as Autoridades Monetárias e o conjunto formado por estas últimas mais os bancos

comerciais, tem-se:

$\Delta$  Base Monetária =  $\Delta$  Operações ativasAM -  $\Delta$  Passivo não-monetárioAM

$\Delta$  Meios de pagamento =  $\Delta$  Operações ativasSB -  $\Delta$  Passivo não-monetárioSB .

Pelas tautologias acima apresentadas, fica claro que, para que uma determinada operação dê origem a uma variação nos meios de pagamento, deve haver uma transação entre o setor bancário e o setor não-bancário da economia (público). Ou seja, haverá criação de meios de pagamento sempre que o setor bancário (SB) adquirir algum haver não-monetário do setor não-bancário da economia (SNB), pagando em moeda manual ou escritural. A isto se chama "monetização", pelos bancos, de haveres não-monetários do público. Assim, os bancos criam meios de pagamento quando descontam títulos públicos; quando adquirem do público, pagando em moeda, quaisquer bens ou serviços; quando adquirem cambiais aos exportadores; etc. Analogamente, os bancos destroem meios de pagamento ao venderem ao público quaisquer haveres não-monetários em troca do recebimento de moeda. Portanto, ocorre destruição de meios de pagamento quando o público resgata um empréstimo previamente contraído no sistema bancário; quando o público deposita dinheiro a prazo nos bancos; quando os bancos vendem ao público, mediante pagamento em moeda, quaisquer títulos, bens ou serviços; quando os bancos vendem cambiais aos exportadores; etc.

### 1.2.1 - EMISSÃO MONETÁRIA E INFLAÇÃO

Em países nos quais o Bacen está subordinado ao Tesouro, o financiamento do déficit através da emissão monetária pode ocorrer pela subordinação do Bacen ao Governo Federal. Neste trabalho, convencionar-se-á chamar de regime de política monetária passiva quando se verifica essa subordinação. Neste tipo de regime, a emissão de moeda pelo Bacen para financiamento do déficit público torna-se uma constante. O aumento sustentado no crescimento monetário provoca, em última instância, aumento da inflação. Neste sentido, há uma ligação entre déficit orçamentário do governo e inflação.

Há dois tipos possíveis de ligação entre déficits orçamentários e crescimento monetário. Em primeiro lugar, no curto prazo, se o governo praticar uma política fiscal expansionista, esta tenderá a aumentar as taxas de juros nominais. Neste caso, se o Bacen estiver impondo certas metas com relação às taxas de juros, este pode aumentar a taxa de crescimento monetário visando prevenir um aumento das taxas de juros.

Por outro lado, o governo pode estar querendo aumentar propositalmente o estoque monetário visando ganhar receita no longo prazo, caso em que o governo obteria

significativos volumes de recursos ano após ano pela emissão de moeda, ou seja, aumentando a base monetária. A isto, dá-se o nome de "imposto inflacionário": "Esta fonte de receita é às vezes conhecida como seigniorage, que é a habilidade do governo para aumentar a receita através do seu direito de criar moeda"<sup>28</sup>.

Ao financiar um déficit pela criação de moeda, o governo mantém a emissão de moeda, período após período, para pagar pelos bens e serviços que compra. A população absorve esta moeda. No entanto, para que a população absorva esta moeda continuamente, período após período, é necessário que haja um fator que as obrigue a isso. Este fator seria a inflação, que forçaria a população (não se considerando o crescimento da renda real) a aumentar seus encaixes nominais a fim de compensar seus efeitos. Ainda sem considerar o crescimento da renda real, no longo prazo a população deterá um nível de encaixes reais constante. No entanto, se os preços estiverem aumentando, o poder de compra de um certo estoque de encaixes nominais estará caindo. Para manter constante o valor real de seus encaixes monetários, as pessoas têm de adicionar ao seu estoque de encaixes nominais aquela taxa que compensará exatamente os efeitos da inflação. Assim, quando as pessoas adicionam essa taxa ao seu estoque de encaixes nominais visando compensar os efeitos da inflação sobre os encaixes reais, elas usam parte de sua renda para aumentar os

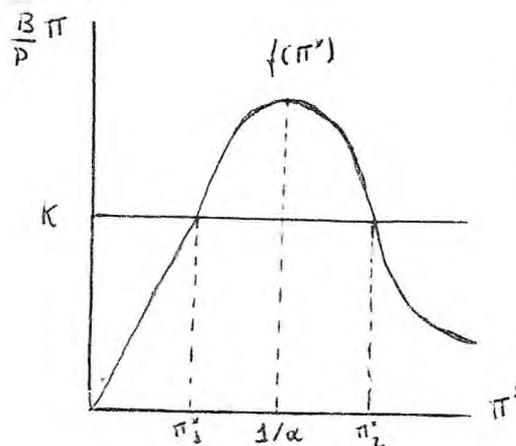
---

<sup>28</sup> DORNBUSCH, Rudiger e FISHER, Stanley. Macroeconomia, 5ª edição - McGraw-Hill, p. 763.

encaixes nominais. Neste sentido, a inflação torna-se um imposto porque força as pessoas a gastarem menos do que suas rendas e a pagarem a diferença ao governo em troca de moeda extra, a fim de manter o valor real de seus encaixes constante. "Quando o governo financia seu déficit pela emissão de moeda, qua a população adiciona à sua detenção de encaixes nominais para manter a valor real dos ativos monetários constante, dizemos que o governo está se financiando através do imposto inflacionário"<sup>4</sup>.

A receita fiscal inflacionária pode ser dada como (quando a produção real é constante):

Receita fiscal inflacionária = taxa de inflação x base monetária real. Assim, o montante de receita que o governo pode coletar através do imposto inflacionário é dado pelo produto da alíquota de imposto (a taxa de inflação) e do objeto de taxação (a base monetária real). O gráfico 1.1, abaixo mostra, no eixo horizontal, a taxa esperada de inflação, e, no eixo vertical, o imposto inflacionário:



<sup>4</sup> Idem

Onde  $B$  indica a base monetária,  $P$  o índice geral de preços,  $\pi$  a taxa efetiva de inflação,  $\pi^e$  a taxa esperada de inflação e  $K$  o déficit operacional. Segundo Simonsen e Cysne (1989), o déficit operacional é dado por:

$$\text{Déficit operacional} = \text{Déficit público real} + \text{Imposto inflacionário.}$$

A função  $f(\pi)$  representa a arrecadação do imposto inflacionário quando a taxa efetiva de inflação coincide com a esperada, é crescente até  $\pi=1/\epsilon$ , onde assume seu valor máximo decrescendo a partir desse ponto, como mostra o gráfico 1.1.

Observa-se que existem duas taxas constantes de inflação  $\pi_1, \pi_2^*$  e  $\pi_2, \pi_1^*$ ; estas duas taxas de inflação igualam a arrecadação do imposto inflacionário ao déficit operacional do setor público. Quando a curva atinge seu máximo, a única taxa de inflação constante que iguala a arrecadação do imposto inflacionário ao déficit público operacional é  $\pi=1/\epsilon$ . No entanto, a partir de  $\pi_1^*$ , a arrecadação do imposto inflacionário é inferior ao déficit

público operacional. Isto é mostrado no gráfico abaixo:

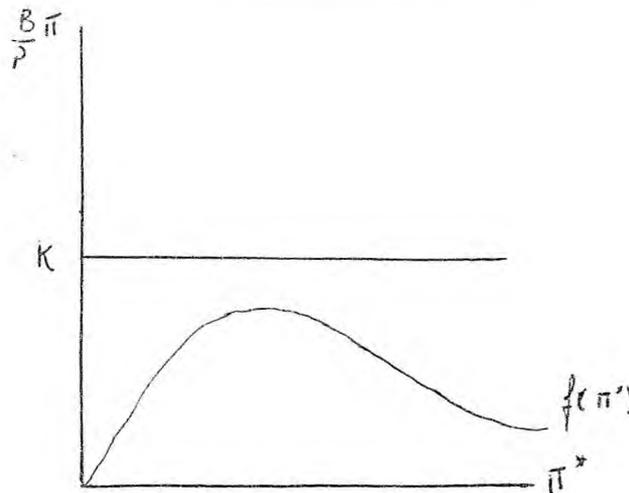


gráfico 1.2.

A relação entre inflação e déficit orçamentário pode ser apreciada sob dois ângulos:

Primeiramente, quando a inflação aumenta, a receita fiscal real cai. Isso acontece porque existem intervalos tanto no cálculo como no pagamento dos impostos. Tal impacto da inflação sobre o valor real da receita fiscal é conhecido na literatura econômica como efeito Tanzi-Olivera<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> Este fenômeno ficou assim conhecido pela contribuição destes dois economistas, Vito Tanzi, do FMI, e Julio Olivera, da Universidade de Buenos Aires, que o

Um outro aspecto a ser observado nesta relação entre déficit e inflação refere-se às taxas de juros nominais. Taxas de juros nominais mais altas aumentam o déficit orçamentário medido, pelo aumento do valor dos pagamentos de juros<sup>20</sup>.

Observa-se, portanto, uma relação entre economias com altas taxas de inflação e o mecanismo da emissão monetária para o

---

constatarem independentemente.

<sup>20</sup> Bresser Pereira e Fernando Dall'Acqua, por exemplo, dividem o déficit em duas parcelas: uma parcela financeira, e outra, não-financeira. A composição interna do déficit público seria, então, dada por um parâmetro :

$g = F / N + F$  ; onde N é a parcela não-financeira e F, aquela parcela referente aos encargos financeiros. A partir daí, os autores examinam o impacto da parcela financeira, F, sobre a renda e o próprio déficit público. Ver PEREIRA, Luiz Carlos B. e DALL'ACQUA, Fernando M. - A Composição Financeira do Déficit Público, in Déficit Público Brasileiro: Política Econômica e Ajuste Estrutural, organização de Ernesto Lozardo - Editora Paz e Terra, Rio de Janeiro, RJ, 1987.

financiamento do déficit do setor público. O déficit público pode ser, pois, um fator acelerador da inflação à medida que tal déficit, sobretudo em países em desenvolvimento, for financiado pelo recurso da emissão monetária. Neste sentido, a proposta de um banco central independente é interessante, pois a autoridade monetária autônoma pode impor disciplina à autoridade fiscal, obrigando esta última a ajustar-se, visto que o governo não terá o recurso da emissão de moeda para se financiar.

Existe, realmente, uma ligação entre déficit e crescimento monetário? Este é ainda um outro ponto sobre o qual não há uma total concordância entre os economistas, mas que é interessante sua investigação. Na próxima seção, procura-se analisar este tópico, tentando-se extrair algumas conclusões.

### 1.3 - O IMPACTO DOS DÉFICITS DO GOVERNO NO CRESCIMENTO MONETÁRIO

Pode o déficit público influenciar o crescimento monetário? Em anos recentes, o interesse nas repercussões inflacionárias do financiamento do déficit governamental tem crescido. O impacto da dívida pública (o seu crescimento) na oferta monetária tem sido investigado extensivamente nos países industrializados e em particular nos E.U.A. Muitos desses estudos

concluem que há pouca evidência de que a dívida do governo influencia o crescimento monetário nestes países. Às vezes, afirma-se que nos países industrializados a monetização do déficit não ocorre com freqüência, enquanto que nos países em desenvolvimento déficits podem ser inflacionários. No caso destes últimos, uma explicação que se coloca para as conseqüências inflacionárias dos déficits governamentais é a falta de mercados domésticos de capital suficientemente bem desenvolvidos que possam absorver dívida governamental na forma de novos títulos lançados no mercado. Além do mais, na maioria dos países em desenvolvimento, o banco central está sob controle direto do governo central, o que torna mais provável que os déficits públicos sejam financiados pela criação de moeda.

Com a autonomia do Bacen, caberia a este, segundo sua própria iniciativa, a quantidade de base monetária a ser criada. Assim, não haveria uma ligação direta entre déficit governamental e aumentos no estoque de base monetária. Suponha-se que o Banco Central esteja comprometido a manter constantes as taxas de juros nominais; com um aumento do déficit, o Bacen seria forçado a fazer compras no mercado aberto para evitar que as taxas de juros nominais subissem. Desse modo, haveria uma ligação entre déficits orçamentários e a base monetária.

Mas, caso o Bacen persiga metas estritamente para os agregados monetários, não há nenhuma ligação entre os déficits

orçamentários e a base monetária. Enquanto que a meta das taxas de juros nominais constantes pode ocasionar uma expansão na base monetária (ocasionando, conseqüentemente, inflação), a meta dos agregados monetários impede a monetização do déficit público.

Existem quatro possíveis meios, pelo menos, através dos quais o déficit orçamentário pode levar à criação de dinheiro (e, portanto, a maiores taxas de inflação):

- 1) Pressões políticas para se acomodar os déficits governamentais;
- 2) A teoria da "seigniorage" ótima;
- 3) O problema da "inconsistência de tempo" da política governamental;
- 4) A "hipótese da predominância fiscal".

Em primeiro lugar, podem existir pressões políticas sobre as autoridades monetárias para se usar de expansão monetária para financiar o déficit orçamentário. Os arranjos legais que ditam o estabelecimento e operação de um banco central são de importância crucial, neste aspecto. Pode-se argumentar que um banco central que é independente do governo central será menos

sensível às pressões políticas para acomodar déficits governamentais do que um banco central que está diretamente sob o controle do governo. Nos países em que há uma instituição de banco central, é freqüentemente difícil garantir sua independência.

Com relação ao segundo aspecto, vários autores têm examinado a determinação do nível ótimo de "seigniorage", ou "imposto inflacionário", no qual a taxa de inflação é a taxa do imposto e o estoque de moeda constitui a base do imposto. Argumenta-se geralmente que países em desenvolvimento têm uma baixa capacidade de tributação e que lhes falta uma administração adequada para lançar e cobrar impostos. Desse modo, tais países teriam que usar o imposto inflacionário como um meio de financiar os gastos governamentais<sup>7</sup>.

O terceiro item refere-se ao problema da "inconsistência de tempo" da política governamental. Este também tem sido utilizado para criticar a argumentação sobre o nível ótimo de imposto inflacionário. Na literatura a respeito do nível

---

<sup>7</sup> No entanto, existem algumas críticas com relação a este ponto de vista. Uma delas é que a base do imposto (o estoque de moeda) é, muito freqüentemente, baixo em países em desenvolvimento. Como o estoque de moeda detido pela economia é uma pequena porcentagem do PNB, as receitas do imposto inflacionário seriam também correspondentemente pequenas. Para uma análise mais detalhada, ver HAAN, Jakob De e ZELHORST, Dick - "The Impact of Government Deficits on Money Growth in Developing Countries", *Journal of International Money and Finance* (1990), 9, 455-469.

ótimo de "seigniorage", assume-se, geralmente, que as autoridades monetárias conhecem a taxa de inflação esperada e criam moeda que concretiza a inflação esperada. No entanto, a inflação não-esperada implica um ganho de capital para o governo, devido ao reduzido valor real de sua dívida portadora de juros. Principalmente quando a taxa nominal de juros sobre a dívida governamental é fixada e essa dívida consiste de dívida de longo prazo, um choque não esperado implica um alto ganho de capital para o governo.

A quarta relação possível entre déficit e crescimento monetário está na "hipótese da predominância fiscal" (ver Sargent e Wallace, 1981). Os referidos autores fazem uma distinção entre autoridades fiscal e monetária; eles argumentam que, se a política fiscal é dominante, a oferta de moeda torna-se endógena. Se a taxa de juros real excede a taxa de crescimento do produto, então a dívida do governo expandir-se-á mais rapidamente do que a renda real. A um certo ponto no tempo, o público não deseja absorver a dívida governamental adicional, pois os agentes econômicos percebem o risco. Neste caso, a autoridade monetária será forçada a financiar o déficit via criação de moeda e a tolerar inflação adicional.

Por outro lado, no caso de a política monetária prevalecer sobre a fiscal, a autoridade monetária estabelece esta

independentemente ao anunciar, por exemplo, taxas de crescimento para a base monetária para o período corrente e todos os períodos futuros. Assim procedendo, a autoridade monetária determina a quantidade de receita que suprirá à autoridade fiscal através da seigniorage. A autoridade fiscal, então, depara-se com as restrições impostas pela demanda por títulos, visto que ela tem de estabelecer os seus orçamentos de modo que quaisquer déficits possam ser financiados por uma combinação da seigniorage escolhida pela autoridade monetária e das vendas de títulos ao público. Neste caso, a autoridade monetária pode, mais eficazmente, controlar a inflação em uma economia monetarista, porque ela é completamente livre para escolher qualquer caminho para a base monetária.

Portanto, foram analisados dois casos extremos, dentro da "hipótese da predominância fiscal", sobre se o déficit impacta positivamente no crescimento monetário: um, no qual há prevalência da autoridade fiscal sobre a monetária; aqui, a autoridade monetária ver-se-ia constrangida a criar moeda para financiar o déficit do governo, provocando, também, inflação adicional. No outro extremo, ter-se-ia a predominância da autoridade monetária, livre para determinar o crescimento monetário e, portanto, capaz de controlar as pressões inflacionárias mais eficazmente. Neste sentido, poder-se-ia afirmar que a autoridade monetária impõe disciplina à autoridade fiscal.

Na estrutura teórica de Sargent e Wallace, a autoridade fiscal teria predominância, obrigando a política monetária a adequar-se consistentemente com a fiscal, se possível. No entanto, pode-se interpretar as restrições da autoridade monetária diferentemente; ou seja, esta pode "mover-se" primeiro, impondo, assim, disciplina à autoridade fiscal. Ao proceder deste modo, a autoridade monetária força a fiscal a escolher um caminho para a política fiscal que seja consistente com a política monetária anunciada. Tal forma de restrição permanente da autoridade monetária é um mecanismo que efetivamente impõe disciplina fiscal. Embora acreditem que a autoridade fiscal "mova-se" primeiro, os autores não negam a possibilidade de que a política monetária possa afetar permanentemente a taxa de inflação sob um regime monetário que efetivamente discipline a autoridade fiscal..

#### 1.4 - CONDUZINDO A POLÍTICA MONETÁRIA<sup>10</sup>

Nesta seção, pretende-se analisar um pouco os procedimentos operacionais que o Bacen realiza objetivando o controle da oferta monetária. O Banco Central age assim de acordo com os objetivos da política econômica global do governo. Para se alcançar o alvo pretendido pela política econômica, há que se

---

<sup>10</sup> A análise a seguir foi baseada em Simonsen e Cysne - Macroeconomia, Ao Livro Técnico 1989, Rio de Janeiro.

conciliar a política monetária com outros instrumentos de ação do governo, como por exemplo, as políticas fiscal, de rendas, e a política cambial. A administração desse conjunto de instrumentos do governo não é facilmente conciliável, sendo, algumas vezes, conflitantes entre si. Neste trabalho de monografia, não se pretende analisar cada um desses instrumentos; examinar-se-á somente a política monetária e sua eficácia em um regime que dá liberdade a Autoridade Monetária para escolher o caminho de crescimento do estoque de moeda.

Para a melhor compreensão do modo como o Bacen pode influenciar os meios de pagamento, contraindo-os ou expandindo-os, dependendo de sua meta, é útil desenvolver-se um modelo de multiplicador dos meios de pagamento, que pode ser obtido a partir das seguintes relações:

$c$  : papel-moeda em poder do público / meios de pagamento ;

$d_1$  : depósitos à vista nos bancos comerciais / meios de pagamento ;

$d_2$  : depósitos à vista nas Autoridades Monetárias / meios de pagamento ;

$r_1$  : encaixe em moeda corrente dos bancos comerciais / depósitos à vista nos bancos comerciais ;

$r_2$  : depósitos voluntários dos bancos comerciais nas Autoridades Monetárias / depósitos à vista nos bancos comerciais ;

$r_1$  : depósitos compulsórios dos bancos comerciais nas Autoridades Monetárias / depósitos à vista nos bancos comerciais ;

$R$  : encaixe total dos bancos comerciais / depósitos à vista nos bancos comerciais .

Por estas definições, observa-se que  $c+d_1+d_2=1$  e que  $r_1+r_2+R=B$  . Com relação aos coeficientes  $c$ ,  $d_1$  e  $d_2$ , eles mostram como o público distribui seus meios de pagamento entre moeda manual, depósitos à vista nos bancos comerciais e depósitos à vista nas Autoridades Monetárias. Os coeficientes  $r_1$  e  $r_2$  mostram a fração dos depósitos à vista que é mantida em encaixes voluntários, sendo estes últimos distribuídos entre moeda corrente e depósitos para a compensação de cheques, respectivamente. O parâmetro  $r_1$  trata-se não de um coeficiente de comportamento, mas, sim, de uma percentagem fixada em lei ou regulamento, sendo, pois, uma variável de política econômica. A base monetária  $B$  é composta por:

- a) papel-moeda em poder do público ;
- b) depósitos à vista nas Autoridades Monetárias ;

c) os encaixes totais, em dinheiro, dos bancos comerciais .

Designando-se o volume dos meios de pagamento por  $M$ , o papel-moeda em poder do público será dado por  $cM$ , os depósitos à vista nas Autoridades Monetárias por  $d_1M$  , depósitos à vista nos

bancos comerciais por  $d_2M$  , o que levará a um encaixe total

desses bancos expresso por  $Rd_2M$  . A base monetária,  $B$ , pode ser

dada, então, por :

$$B = cM + d_1M + Rd_2M$$

como  $c + d_1 + 1 - d_1$  , tem-se, ainda, :

$$B = (1 - d_1)M + Rd_2M - M - d_1(1 - R)M$$

ou:

$$M = \frac{B}{1 - d_1(1 - R)}$$

O multiplicador dos meios de pagamento em relação à base monetária é dado por:

$$\frac{1}{1-d_1(1-R)}$$

Desse modo, pela equação do multiplicador, pode-se concluir que uma expansão pode originar-se de:

a) um aumento das operações ativas das Autoridades Monetárias ou de uma queda dos recursos não-monetários por ela recebidos (aumento da base monetária);

b) uma diminuição da relação encaxe total / depósitos à vista nos bancos comerciais;

c) um aumento da proporção dos meios de pagamento retida pelo público sob a forma de depósitos à vista nos bancos comerciais.

Estas operações envolvem um aumento das operações ativas do setor bancário ou uma queda de seu passivo não-monetário, o que é uma condição necessária para que haja alteração no volume total dos meios de pagamento. No caso de (a), é suficiente lembrar que as Autoridades Monetárias constituem parte do setor bancário. Nos outros dois casos (b) e (c), há um aumento das operações ativas dos bancos comerciais junto ao setor não-bancário, elevando a posse de moeda manual ou escritural por parte deste último.

Esta análise precedente permite observar-se como as Autoridades Monetárias podem controlar a expansão ou contração do volume dos meios de pagamento. Deixando de lado a composição dos meios de pagamento, por ser variável de difícil controle, as

Autoridades Monetárias podem agir sobre a base monetária e sobre a relação encaixe / depósitos nos bancos. Desse modo, caso as Autoridades Monetárias desejem, por exemplo, expandir o volume dos meios de pagamento, elas dispõem dos seguintes instrumentos:

- a) expansão de seus empréstimos ao governo ;
- b) expansão de seus empréstimos ao setor privado ;
- c) expansão dos redescontos aos bancos comerciais ;
- d) compra de títulos da dívida pública em poder do público (esta seria uma operação de "open-market" ;
- e) liberação de recursos derivados do comércio com o exterior, através da redução das quotas de retenção de café ou produtos de exportação ;
- f) aumento das reservas cambiais ;
- g) redução da relação encaixe / depósitos nos bancos comerciais, através da diminuição das exigências de recolhimentos compulsórios à ordem do Banco Central .

Através destes instrumentos, como já salientado, as Autoridades Monetárias podem promover a expansão dos meios de pagamento. Obviamente, as medidas inversas provocam a contração dos meios de pagamento.

## 1.5 - CONCLUSÃO

Este capítulo objetivou fazer uma análise da problemática do financiamento monetário dos déficits do governo. Como foi investigado, tal forma de financiamento pode ser inflacionária, principalmente se a Autoridade Monetária estiver subordinada ao governo. Nos países em que o Bacen está neste tipo de situação (denominada de regime de política monetária passiva), o financiamento de déficits orçamentários através do mecanismo da criação de moeda pode ser utilizado com muita frequência.

Como analisado na seção 1.3, na "hipótese da predominância fiscal", a autoridade monetária pode impor disciplina a autoridade fiscal. Isto pode se dar em um regime de política monetária ativa, no qual o Bacen seria independente. Esta independência do Bacen implica uma separação da tomada de decisão do Banco Central daquela do sistema político. Tal separação implica, por exemplo, que o Banco Central e o Tesouro sejam institucionalmente autônomos.

No entanto, ao se usar o termo "independência" do Banco Central no sentido de total liberdade de pressões, pode-se estar enganado. Inevitavelmente, um banco central que possua poder discricionário terá de defender o uso desse poder de outros participantes do sistema político, desejosos de tomá-lo. A

independência que se defende, neste trabalho, para a Autoridade Monetária é aquela em que a mesma é livre para decidir o caminho que a base monetária, independentemente das decisões do setor privado e das pressões do sistema político, deve seguir. Reconhece-se ser esta uma tarefa difícil, pois as pressões sempre existirão e o Banco Central, ao tomar decisões, observa a resposta dos outros atores políticos. Mesmo que o comportamento do Bacen possa ser condicionado pelo comportamento de outros atores do sistema político, suas ações não devem ser determinadas por aqueles, sendo o Banco Central autônomo no que toca à condução da política monetária coordenada com a fiscal, mas impondo disciplina a autoridade fiscal.

Neste sentido, o instrumento de política monetária analisado na seção anterior pode tornar-se mais eficiente no controle do volume dos meios de pagamento no regime de política monetária ativa, sem a interferência de outros setores do governo.

## CAPÍTULO II

### OS DÉFICITS E A TAXA DE JUROS

#### 2.1 INTRODUÇÃO

Este capítulo propõe-se analisar a relação existente entre o déficit orçamentário e a taxa de juros. No capítulo anterior, investigou-se o impacto que o déficit público tem sobre o nível de inflação. Observa-se ali que, via a emissão monetária excessiva, o déficit orçamentário causa inflação, principalmente se a autoridade monetária está subordinada ao governo central. A ênfase que se procurará dar neste segundo capítulo será sobre a dívida pública, sua formação, e influência nas taxas de juros. O déficit público no Brasil tornou-se, ao longo dos anos, um grande problema para o país. Muitas vezes prevalece a tendência de se trocar a análise macroeconômica e empírica por enunciados genéricos de caráter doutrinário ou ideológico, o que atrapalha e dificulta a avaliação dos problemas e a correta formulação de políticas que visem enfrentá-los.

## 2.1 - DÉFICIT PÚBLICO: UMA FORMULAÇÃO

Antes da análise do impacto dos déficits orçamentários sobre as taxas de juro, pretende-se, inicialmente, conceituar o déficit público a fim de tornar clara a análise subsequente.

Os gastos públicos abrangem, também, investimentos em formação de capital fixo e variações de estoques. O déficit público  $D_g$ , ou seja, o excesso de sua despesa total sobre suas despesas correntes, é dado por:

$$D_g = \text{Investimento público} - \text{Saldo do Governo em conta-corrente}$$

isto é, o déficit é o excesso do investimento sobre a poupança governamental, que pode ser escrito assim:

$$D_g = I_g - S$$

Por outro lado, o déficit público também pode ser dado como:

Déficit público = Poupança bruta do setor privado - Investimento privado + Déficit do balanço de pagamentos em transações correntes.

A equação acima é válida tanto em termos reais como nominais. Ela diz que as fontes de financiamento do déficit

público são o excesso da poupança privada sobre o investimento privado mais o déficit do balanço de pagamentos em transações correntes. Tais conceitos permitem uma melhor compreensão do mesmo, facilitando sua análise.

## 2.2 - DÉFICITS ORÇAMENTÁRIOS: O FINANCIAMENTO POR TÍTULOS E SEUS EFEITOS

Nesta seção, pretende-se examinar os efeitos do financiamento do déficit público no longo prazo. A análise procurará mostrar sua influência nas taxas de juro no longo prazo.

Ao financiar seu déficit pedindo emprestado do público, o governo se engaja em um financiamento pela dívida. O Governo, pois, vende títulos ao público; desse modo, está formada a dívida pública, que é constituída pelo estoque total de títulos do Governo. Geralmente esta dívida pública tende a aumentar quando o orçamento apresenta déficit e a diminuir quando este apresenta superávit.

Assume-se na literatura econômica, comumente, que aumentos nos empréstimos do Governo causam aumento nas taxas de juro. No entanto, este não é um ponto pacífico. Alguns estudiosos têm questionado, em bases empíricas, se há uma relação entre

déficits e taxas de juro; entre estes estão, por exemplo, Mascaro e Meltzer (1983), Makin (1983), Dewald (1983), Motley (1983) e vários outros autores. No entanto, Hoelscher (1986) afirma que, embora a relação entre os déficits e as taxas de juro de curto prazo seja ténue, há forte evidência de que grandes déficits estão associados a altas taxas de juro de longo prazo. Muito desse debate diz respeito à questão do efeito do "crowding-out": altas taxas de juro causam uma redução do investimento privado.

Interessa, portanto, analisar se o financiamento por títulos de déficits orçamentários é sustentável no longo prazo. Para se entender essa questão, é útil introduzir a noção de déficit primário. Este é definido como o déficit real excluindo o pagamento de juros. Mesmo com um déficit primário constante, o déficit real crescerá ao longo do tempo com financiamento por títulos enquanto houver dívida pública. A razão é simples: os pagamentos de juro exigirão nova formação de dívida, e, enquanto a dívida cresce, também crescerão os pagamentos de juro. Por sua vez, crescimento nos pagamentos de juro causa mais aumento nos déficits.

Em uma economia em crescimento, a quantidade de dívida que pode ser absorvida dependerá do nível do PNB porque a poupança total disponível estará relacionada ao tamanho do PNB. Por isso, a proporção da dívida em relação ao PNB é um bom indicador da importância do estoque de dívida. Pode-se apresentar

a seguinte relação da proporção dívida / PNB:

Mudança na dívida pública em proporção do PNB =

$$\Delta d = x + (r - n)d$$

(1)

onde:

d = proporção dívida / PNB ;

X = déficit primário como uma fração do PNB ;

r = taxa de juro ;

n = taxa de crescimento do PNB .

A proporção dívida em relação ao PNB tenderá a crescer enquanto houver um déficit primário positivo. A equação também indica que a proporção dívida / PNB aumentará se a taxa de juro exceder a taxa de crescimento do PNB ou tenderá a decrescer se a taxa de crescimento do PNB exceder a taxa de juros. Desse modo, Sheffrin ( ) sugere que, com estimativas do déficit primário, taxas de juro e a taxa de crescimento do PNB, a equação acima pode ser usada para prever a proporção da dívida em relação ao PNB no futuro.

Pode-se questionar sob quais circunstâncias a economia pode manter uma proporção estável da dívida pública em

relação ao PNB. Ou seja, em quais circunstâncias  $\Delta d=0$ . Usando a equação (1), chega-se a:

$$\Delta d = \frac{X}{r-i}$$

A economia pode ter uma proporção dívida / PNB finita e estável somente se o crescimento da economia exceder a taxa de juro. Enquanto a taxa de crescimento for maior do que a taxa de juro dos títulos públicos, a proporção dívida / PNB estabilizará em um valor constante. Se as taxas de juro excedem a taxa de crescimento do produto, então a proporção dívida / PNB crescerá com um déficit primário. Portanto, um déficit primário somente é possível se a taxa de crescimento do PNB exceder a taxa de juros da economia. A proporção dívida / PNB no longo prazo aumentará com o tamanho do déficit primário e dependerá, também, da diferença entre a taxa de crescimento do PNB e a taxa de juro.

O problema fica completo uma vez que os efeitos dos déficits sobre as taxas de juros são levados em consideração. É provável que aumentos na proporção dívida / PNB causará aumento nas taxas de juro, exacerbando, com isso, a situação. Em algum ponto, este processo em espiral de criação de dívida teria que chegar a um fim através ou da redução no déficit primário, ou de um recurso de financiamento do déficit via criação de moeda. Por sua vez, caso o Banco Central monetize o déficit, ele aumentará a oferta de base monetária ou "high-powered money"; a criação de

moeda a mais do que é demandado pelo público leva a aumentos no nível de preços, ou seja, inflação.

Para se entender melhor os efeitos de déficits financiados por títulos, uma identidade básica da teoria macroeconômica é bastante útil:

$$\text{Poupança Externa} + \text{Poupança Privada} = \text{Investimento} + \text{Déficit Orçamentário} \quad (3)$$

Esta identidade mostra as fontes de poupança disponíveis em uma economia, bem como os usos destas poupanças para esta mesma economia. As poupanças podem vir tanto de fontes privadas domésticas, como de fontes externas. Por sua vez, estas poupanças podem financiar novos investimentos ou o déficit orçamentário. Como uma identidade, esta relação não possui nenhum conteúdo substancial, mas é uma estrutura útil para se analisar outras possibilidades alternativas.

Inicialmente, pode-se analisar as questões domésticas abstraindo-se da economia mundial e dos mercados mundiais de capital. Neste caso, a poupança doméstica tem de ser a fonte de financiamento tanto do investimento como do déficit orçamentário. Também assume-se que a economia está em crescimento, operando em um nível próximo ao de pleno emprego. Finalmente, para poder-se analisar o efeito de um aumento do déficit, assumir-se-á que o gasto governamental é mantido em um nível constante, mas os

impostos sofrem uma redução. A economia permanece no nível de pleno emprego, mas com um déficit orçamentário maior.

Da identidade acima, percebe-se que um déficit orçamentário maior implicará gastos de investimento menores, a não ser que a poupança privada cresça o suficiente para financiar o aumento do déficit. Os gastos de investimento sofrerão "crowding-out", ou seja, eles serão reduzidos pelo aumento no déficit, a menos que a poupança privada cresça o suficiente para financiar tanto o nível anterior de investimento, bem como o nível de déficit orçamentário maior. Se o nível de poupança privada não crescer o suficiente para evitar o "crowding-out" do investimento, as taxas de juro subirão durante o processo. Dada uma oferta fixa de produção em uma economia operando no nível de pleno emprego, a demanda maior por bens causada pelo déficit somente poderia ser acomodada se o gasto de investimento, e possivelmente outros componentes do gasto sensíveis aos juros, caísse. O processo pelo qual ocorre essa queda é um aumento nas taxas de juros que advém da demanda excessiva pela produção corrente da economia. Deste modo, se o "crowding-out" do investimento realmente ocorrer, ele deveria ser acompanhado por um aumento nas taxas de juros.

Acredita-se, comumente, que déficits maiores levam tanto ao "crowding-out" quanto a taxas de juro maiores. No entanto, há opiniões divergentes entre os economistas. Um dos

problemas-chave, para Sheffrin ( ), ao estimar-se a relação entre déficits orçamentários e taxas de juro é que mudanças em ambas as variáveis são freqüentemente impelidas por outros fatores. Por exemplo, uma recessão causada por uma queda no investimento causará um aumento no déficit orçamentário e uma queda nas taxas de juro, visto que a demanda por empréstimos cai. Sob estas, ou outras situações idênticas, é difícil isolar-se o impacto de mudanças independentes nos déficits do orçamento sobre as taxas de juro.

No entanto, alguns economistas acreditam que grandes e persistentes déficits públicos não causarão aumento nas taxas de juro e nem o "crowding-out" dos investimentos. Eles argumentam que o nível total de poupança privada crescerá o suficiente para contrabalançar o acréscimo no déficit. Os contribuintes, sendo racionais, como esses economistas supõem, reconhecerão que impostos menores agora significarão impostos mais altos no futuro, quando o governo terá pagar os serviços da dívida e eventualmente liquidá-la. Para evitar quaisquer rupturas na sua taxa de consumo, as famílias pouparão os cortes nos impostos a fim de financiar os impostos mais altos em uma data futura. Um déficit causado por impostos mais baixos, portanto, conduzirá a aumento no nível de poupança a fim de igualar este ao aumento do déficit<sup>11</sup>. Este ponto de vista é conhecido na literatura

---

<sup>11</sup> Para uma exposição completa desta visão e alguma evidência na sua fundamentação, ver Barro (1984).

econômica como a visão Ricardiana, assim denominada por causa do economista inglês do século XVIII, David Ricardo, que primeiro mencionou esta possibilidade teórica.

## 2.4 - CONCLUSÃO

Procurou-se analisar, neste capítulo, o relacionamento entre déficits orçamentários e as taxas de juro. Como ressaltado, não existe entre os economistas que estudam o assunto concordância total sobre a questão.

No curto prazo, de fato, o déficit público parece não influenciar as taxas de juro. Vários autores procuraram mostrar este fato através da evidência empírica. Hoelscher (1986) procura responder à questão de por que os déficits causam aumento nas taxas de juro de longo prazo, mas não nas de curto prazo. A dívida pública, segundo o autor, é, por natureza, de curto prazo; torna-se estranho, então, que os déficits, que são financiados em grande parte com dívida de curto prazo, deveriam aumentar as taxas de juro de longo prazo, mas não as de curto prazo. Uma explicação poderia ser que a oferta de crédito de longo prazo é muito mais juro-elástica do que a oferta de crédito de longo prazo.

De um certo modo, procurou-se mostrar que os efeitos de longo prazo de déficits orçamentários levam a taxas de juro reais mais altas, ao "crowding-out" do investimento e a um aumento no consumo presente às expensas do consumo no futuro. Entretanto, uma revisão cuidadosa das teorias e evidências com

relação ao efeitos dos déficits orçamentários revela um alto grau de incerteza com relação às magnitudes destes déficits. Ao se proceder tal revisão, é necessário ter em mente alguns pontos básicos:

- 1) o problema do déficit pode ser exagerado pela estatística utilizada, especialmente com respeito ajustamentos para os efeitos cíclicos e para a inflação;
- 2) os déficits públicos não precisam ser, necessariamente, inflacionários, a não ser que sejam financiados pela criação de moeda. No entanto, déficits financiados por títulos somente são sustentáveis no longo prazo se a taxa de juro é menor do a taxa de crescimento da economia. Isto é possível caso os déficits não sejam tão grandes;
- 3) os déficits não causam o "crowding-out" do investimento caso o nível de poupança privada da economia aumente com os déficits. Embora possa haver algum aumento na poupança privada, o nível total dessa poupança provavelmente não aumentará o suficiente para compensar totalmente o déficit maior;
- 4) em uma economia aberta, os déficits públicos podem ser parcialmente financiados por empréstimos externos, ou, equivalentemente, ao se incorrer em um déficit comercial com o resto do mundo. Neste caso, esta situação pode ser mantida no longo prazo se o resto do mundo desejar dedicar uma fração de suas poupanças para adquirir haveres domésticos em uma base contínua, e se houver uma percepção de que os riscos de

financiamento inflacionário são baixos;

5) os custos de um "crowding-out" ou de uma dívida externa maior são consumo reduzido no futuro através ou da redução no estoque de capital ou de um aumento na proporção do estoque de capital em poder de residentes estrangeiros. Os benefícios são consumo privado e público maior hoje. O chamado "trade-off" entre consumo hoje e consumo amanhã é um julgamento de valor sobre o qual a teoria tem pouco a contribuir.

## CAPÍTULO III

## OS BANCOS ESTADUAIS E O DESCONTROLE FISCAL

## 3.1 - INTRODUÇÃO

Desde 1987, ocorreram intervenções em instituições financeiras de 14 Estados da Federação (ver BACEN, 1992). Até o presente momento não se conseguiu entrar em acordo, no Brasil, sobre o modelo que seria mais adequado ao bom funcionamento dessas instituições. O fato é que no país, há, hoje, a rigor, uma série de instituições estaduais emissoras de moeda, conflitando, freqüentemente, com a condução da política monetária do Governo Federal. Tal situação leva, por sua vez, a conflitos constantes entre a Autoridade Monetária federal e os bancos estaduais, suscitando inclusive questões constitucionais sobre a alçada dos poderes federal e estadual.

Infelizmente, a legislação brasileira não diferencia entre instituições privadas e instituições públicas estaduais; quando se procura aplicar regras que têm funcionado bem no setor privado para as instituições públicas estaduais, freqüentemente caminha-se para situações de conflito, as quais, obviamente, não

são saudáveis no relacionamento entre Governo Federal e Governos Estaduais. Existe, além disso, o problema de que, no caso das instituições públicas estaduais, não se tem responsabilidades claramente definidas. Por exemplo, quando um banco privado não obtém sucesso, sabe-se perfeitamente quem é o acionista controlador, e este é chamado à responsabilidade. No caso das instituições públicas estaduais, observa-se que geralmente os insucessos ocorrem no final das administrações, ao final dos mandatos dos respectivos governadores. Os acionistas controladores passam a ter novos representantes que não têm nada com os antigos administradores que criaram os problemas para a instituição. A quem, então, atribuir-se a responsabilidade? À nova administração que acabou de assumir, ou à antiga, que já foi embora, e não tem mais como responder por atos cometidos durante a gestão sob sua responsabilidade?

Estes fatos nos apontam uma série de desafios que precisam ser enfrentados. Um deles seria o tipo de modelo que se deseja para os bancos estaduais. O Banco Mundial, por exemplo, recomenda que os bancos comerciais sejam privatizados, a fim de evitar ingerências políticas na sua administração. Outro desafio de grande importância, é a necessidade de desenvolver a consciência de que as instituições financeiras públicas precisam participar do projeto de ajuste fiscal do Estado. O Estado brasileiro precisa se ajustar, equilibrando suas contas, e que as instituições financeiras, quer a nível federal ou estadual, devem

participar deste processo, o qual é essencial para se chegar à estabilidade econômica.

Neste sentido, este capítulo abordará a problemática dos bancos estaduais e o descontrole fiscal, procurando examinar os mecanismos através dos quais aquelas instituições públicas transmitem déficits estaduais para a esfera federal. Esses déficits federais são expressivos e potencialmente perigosos para o equilíbrio das contas públicas; um ajuste amplo das contas públicas brasileiras tem de passar necessariamente por essa questão, se se deseja realmente alcançar a estabilidade econômica, que propiciará a retomada do crescimento neste país.

### 3.2 - OS BANCOS OFICIAIS E O PROBLEMA DA GERAÇÃO E TRANSMISSÃO DE DÉFICITS

Um primeiro problema, e sobre o qual não se fará análise aprofundada, diz respeito ao seguinte fato: há falta de eficiência na administração dos bancos estaduais que, em geral, possuem muitos funcionários, com salários acima daqueles pagos pelo setor bancário privado. Na realidade, isso pode ser generalizado para qualquer empresa estatal, tanto federal como estadual.

Um segundo tipo de problema relacionado aos bancos

estaduais refere-se a um potencial praticamente ilimitado destes para a geração de passivos a descoberto. Isso é um ponto reconhecido. Visto que podem abusar do lançamento de CDB's e da utilização dos empréstimos de assistência à liquidez do BACEN (direta ou indiretamente), esses bancos oficiais são geradores de passivos a descoberto. Por exemplo, um banco estadual pode adiantar ICMS futuro, pode financiar a carteira de títulos estaduais, pode fazer empréstimos políticos, em geral com taxas de juro abaixo das taxas de mercado etc. Para financiar isso, o banco estadual recorre ao Banco Central, o qual, por sua vez, tem de aportar recursos, oficialmente através do redesconto, ou de um empréstimo à liquidez, normal ou extraordinário, ou indiretamente, seja pelo Banco do Brasil (através da Gerência de Operações Financeiras - GEROF), seja utilizando a GEROF como intermediária que repassa aos bancos privados para que estes, em última instância, repassem aos bancos estatais. Desse modo, considerando-se um conceito amplo de moeda, pode-se afirmar que os bancos oficiais são emissores. Claro está que os bancos privados também podem ser considerados emissores, no entanto seu poder de criação de moeda é limitado pelo seu crédito junto ao setor privado (ver Wering e Fraga Neto, 1993). Além do mais, como o BACEN pode liquidar bancos privados, e este tem efetivamente exercido de fato seu poder de direito, aqueles têm evitado tomar riscos excessivos. Desse modo, a criação de moeda pelo setor privado é previsível. No entanto, com relação ao bancos oficiais, principalmente os federais (Caixa Econômica

Federal, Banco do Brasil, Banco do Nordeste do Brasil, Banco da Amazônia, Banco Meridional) e os bancos estaduais de peso (BANESPA, Nossa Caixa, BEMGE, Banco de Crédito Real, BANRISUL, e BANERJ), estes não estão sujeitos, na prática, às regras de liquidação usuais, devido às pressões políticas. Assim, estes bancos oficiais podem emitir moeda, num conceito amplo, de forma acentuada, sem o controle do Banco Central ou do Tesouro Nacional. A variação líquida deste agregado monetário amplo corresponde a um déficit fiscal que é absorvido pela União. Observa-se, pois, que os bancos oficiais são não somente geradores de déficits, mas também transmissores dos mesmos para o Governo Federal. Desta forma, embora os bancos estaduais não possam criar moeda em sentido restrito, estes podem criar déficit federal, correspondente ao socorro financeiro que o Banco Central em geral concede a esses bancos.

Existe ainda um terceiro problema que é fundamental e específico aos bancos estaduais. Por ser um problema grave, há que se discuti-lo muito ponderadamente. Trata-se do princípio federativo.

A federação brasileira é, hoje, extremamente independente e funciona quase como uma confederação. Na República Velha, por exemplo, os Governadores dos Estados eram chamados de Presidentes dos Estados. Talvez o único país comparável ao

Brasil, neste sentido, sejam os Estados Unidos. Os bancos estaduais, como já examinado, são emissores de passivos líquidos e seu descontrole implica a emissão monetária a descoberto. Com relação aos governos estaduais, isto significa que grande parte do déficit do setor público estadual pode ser transformado em déficit do setor público federal. De fato, ocorrendo um excesso de despesas do governo estadual sobre sua arrecadação, este pode financiar-se através de seu banco estadual. Tal financiamento pode dar-se, por exemplo, pela emissão de títulos estaduais, os quais são, em grande parte, absorvidos pelo banco estadual. Através daqueles mecanismos diretos e indiretos anteriormente analisados, os bancos estaduais possuem potencial de transferência do déficit fiscal do Estado para a União, não de direito, mas de fato. Por causa das pressões políticas, o Banco Central, embora legalmente capaz de fechar o banco estadual, na realidade só pode fazê-lo no caso de pequenos estados, estes incapazes, por si só, de afetar muito negativamente o Tesouro Nacional, e, além disso, sem muito poder político. Assim, os estados maiores e, portanto, os que são passíveis de gerar maiores déficits, têm os passivos de seus bancos financiados pelo Banco Central, ocorrendo, desse modo, uma transformação de dívida estadual em dívida federal.

Dessa forma, a política macroeconômica do Governo Federal tem que passar a depender dos governos estaduais. E isto é assim, que qualquer programa de estabilização macroeconômica do

país tem que levar em consideração a estatística agregada de déficit, que junta Estados, Municípios e União. Assim, devido à possibilidade de transferência dos desequilíbrios estaduais para o âmbito federal, torna-se difícil a execução da política fiscal no Brasil: o Governo Federal não tem controle efetivo da arrecadação e dos gastos estaduais e municipais, enquanto que, por outro lado, os gastos dos governos estaduais podem ser transformados em federais. Por sua vez, o déficit federal é o que causa prejuízos a todo o país, pois com a dificuldade do controle fiscal federal, o país é forçado a conviver com elevadas taxas de juro real e/ou altos índices de inflação. A situação, neste caso, é indutora do comportamento irresponsável por parte dos governos estaduais. Pode-se observar claramente este fato quando da época de eleições estaduais: tendo em vista que o impacto do déficit estadual pode ser diluído por toda a sociedade brasileira, os estados maiores tendem a gerar déficits monumentais, que são amenizados durante os anos subseqüentes às eleições, mas causam imenso descontrole das finanças públicas federais; isto torna praticamente impossível a estabilização da economia brasileira.

Werlang e Fraga Neto (1993) desenvolvem um modelo que mostra com clareza o fato de que os Estados agem independentemente visando maximizar suas respectivas funções de bem-estar social, através da escolha do seu nível de gasto público. O problema, então, transforma-se em um jogo não-cooperativo, no qual cada Estado passa a ser um jogador distinto.

Dadas as hipóteses do modelo, este é desenvolvido para mostrar a situação de independência dos estados, repassando seus déficits estaduais para a União. Numa época de integração crescente da economia mundial, em que os países europeus estão se modificando para, em primeiro lugar, imprimirem uma moeda única e, em segundo, coordenarem suas políticas fiscais, e que também o Grupo dos Sete reúne-se freqüentemente para acertarem a condução de suas políticas fiscais, o Brasil está fazendo o oposto: os estados brasileiros, no aspecto fiscal, comportam-se como se fossem muito mais independentes entre si do que os países soberanos acima apontados. Isto é uma contramão terrível. Existem inúmeros agentes independentes, os Estados, gerando déficits que causam danos a todos. Dessa forma, os bancos estaduais são incompatíveis com a estrutura federativa extremamente forte e descentralizada atualmente existente no país.

### 3.3 - CONCLUSÃO

Pela análise anterior fica claro que os bancos estaduais representam um dos maiores empecilhos ao funcionamento da economia brasileira, por transmitirem os déficits estaduais ao Governo Federal. Poder-se-ia afirmar, a princípio, que a independência do Banco Central seria suficiente para forçar a administração dos bancos estaduais a comportar-se como se fosse privada. Um Banco Central independente de fato, caso, por exemplo, se o presidente do BACEN tivesse mandato independente do Presidente da República e só pudesse ser demitido em maioria absoluta ou mesmo 2/3 do Senado, poderia, em casos extremos, tomar medidas como o fechamento de todos os bancos oficiais em situação irregular.

Em um regime de autonomia da Autoridade Monetária, em que esta fosse capaz de fechar um banco estadual, embora houvesse pressões políticas, a disciplina dos bancos estaduais seria maior. Estes evitariam, por exemplo, abusar dos empréstimos de assistência à liquidez, pois a Autoridade Monetária poderia puni-los rigorosamente. O setor privado obedece rigorosamente às leis que regulamentam o sistema financeiro; o mesmo não acontece com os bancos estaduais devido às pressões políticas dos respectivos governos.

Assim, também neste aspecto, a autonomia do BACEN torna-se uma proposta interessante: este impor a disciplina fiscal aos bancos estaduais, pois esses seriam passíveis de liquidação, apesar das pressões políticas. Isso é possível com a autonomia do BACEN, tendo uma diretoria com mandato fixo.

## CONCLUSÃO

Este trabalho de monografia procurou analisar os efeitos de um Banco Central independente sobre as taxas de inflação e juro. No primeiro capítulo, abordou-se a questão do déficit público e seu modo de financiamento. Viu-se, ali, que quando o regime de política monetária é passivo, no qual o BACEN está subordinado ao Governo Central, pode-se com freqüência financiar o déficit público pelo recurso da emissão monetária. Neste caso, este tipo de financiamento é inflacionário: ao ser constrangida a financiar o déficit do setor público pela criação de mais moeda, a Autoridade Monetária provoca inflação adicional; a política monetária torna-se, pois, passiva.

Observou-se, ali, que o déficit público torna-se um fator acelerador da inflação à medida que este seja financiado pelo recurso da emissão monetária. Neste sentido, a independência da autoridade Monetária é uma proposta interessante, pois ela impõe disciplina a autoridade fiscal, obrigando esta última a ajustar-se, visto que o Governo não disporá do recurso da criação de moeda para se financiar. Isto é possível num regime de política monetária ativa.

O capítulo dois conclui que há, de fato, uma relação entre déficits e taxas de juro. Com a análise da dívida pública e sua formação, viu-se que, no longo prazo, o financiamento dos déficits por títulos só se sustentará caso a taxa de crescimento da economia exceder a taxa de juros; caso se verifique o contrário, isso implicará em "crowding-out" dos investimentos privados, a menos que a poupança cresça o suficiente para contrabalançar o efeito adverso provocado pelas altas taxas de juro. Caso o Governo se financiasse permanentemente por títulos, causando aumento dos juros, e o BACEN tivesse alvos estritamente para os agregados monetários, este não se veria obrigado a aumentar a base monetária para diminuir as taxas de juros, provocando, em contrapartida, inflação adicional. Por outro lado, pode-se recorrer à poupança externa para financiamento do déficit ou de novos investimentos. No entanto, isto significa que, no futuro, esta dívida terá de ser paga, ocasionando o "trade-off" entre consumo presente e futuro.

O terceiro capítulo torna clara a problemática dos bancos estaduais no processo de geração e transmissão de déficits estaduais para a União. Tal fato é de gravidade significativa. Assim, para a estabilização macroeconômica, torna-se necessário que este problema seja solucionado definitivamente.

A questão da independência do Banco Central torna-se, atualmente, importante, pois, com ela, a Autoridade Monetária

teria a liberdade para, no caso dos bancos estaduais com situação irregular, puni-los com o rigor que a lei exige. Um Estado pode até ter o direito a um banco estadual, desde que com responsabilidade. O que se verifica hoje é uma extrema irresponsabilidade por parte dos governos estaduais no que toca este ponto. Com relação aos déficits governamentais, o Banco Central não se veria obrigado a financiá-los, causando inflação adicional.

Os bancos centrais se caracterizam por duas determinações estatutárias:

- a) são proibidos de financiar diretamente o Tesouro;
- b) seus diretores têm mandatos fixos. Isso não impede o BACEN, todavia, de comprar ou vender títulos públicos no mercado secundário, que é a maneira natural de expandir ou contrair o saldo dos meios de pagamento. Isso significa que, indiretamente, o Banco Central pode financiar o Tesouro. No entanto, a independência se caracteriza pelo fato de que quem decide a realização ou não desse financiamento indireto é o próprio Banco Central; isso não é possível caso os seus diretores sejam demitidos imediatamente.

A tarefa de estabilização macroeconômica é difícil. Não se tenciona insinuar neste trabalho que a independência da Autoridade Monetária seria condição *sine qua non* para a superação da inflação. Seria uma das medidas adotadas dentro de um programa mais amplo de estabilização. Tal programa pode conter as seguintes medidas estruturais:

- 1) equacionamento fiscal para adequar as despesas públicas às receitas e ao limite não inflacionário de financiamento público. Neste sentido, deveria haver rígida disciplina fiscal, com a separação entre o Banco Central e o Tesouro Nacional;
- 2) reorganização e redefinição do papel do Estado, limitando-o a suas funções clássicas e ao planejamento indicativo;
- 3) reorganização jurídico-institucional inspirada no modelo conceitual da economia de mercado competitivo;
- 4) desburocratização e simplificação de toda atividade econômica;
- 5) integração competitiva aos mercados internacionais;
- 6) investimento racional e permanente na educação, na pesquisa científica e tecnológica.

Além da reorganização fiscal e das reformas estruturais, a interrupção de um processo inflacionário crônico exige uma unidade de conta com credibilidade e estável. Recuperar a credibilidade há tanto perdida não é tarefa rápida nem simples. Apenas com o poder de compra do cruzeiro real estável, recuperado e preservado por alguns anos, é que se poderia restabelecê-lo

como moeda com todas as suas propriedades. Neste sentido, a independência do Banco Central permitiria a este completa autonomia na condução da política monetária, dando-lhe efetivo controle desta; este poderia, por exemplo, estabelecer metas rígidas para a base monetária. Nesta situação, a inflação poderia ser controlada. O Banco Central, desse modo, de uma simples máquina de imprimir dinheiro para o governo, seria transformado em uma instituição realmente capaz de manter um padrão monetário estável.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. BARBOSA, Fernando de H. - O Mercado Aberto Brasileiro: Análise dos Procedimentos Operacionais. Encontro da ANPEC / 1990.
2. ----- . Inflação - uma proposta de estabilização. Jornal Folha de São Paulo, 21/03/93.
3. BARBOSA, Fernando de H. & SALLUM, Elvia Mureb - Hiperinflação e o Regime das Políticas Monetário-Fiscal. EPGE, Textos para Discussão.
4. BARRO, Robert J. - Are Government Bonds net Wealth?. Journal of Political Economy, University of Chicago Press, 1974, pp. 1095-1117.
5. BATISTA JR., Paulo N. - Como Restabelecer A Confiança na Moeda - Revista Exame, 28 de abril de 1993, pp. 30-32.
6. BLINDER, Alan S. - On The Monetization Of Deficits. The Economic Consequences of Government Deficits, Kluwer-Nijhoff, 1983.
7. BURDEKIN, Richard C. & LANEY, Leroy O. - Fiscal Policy Making and the Central Bank Institutional Constraint. Kyklos, vol. 41, 1988, fasc. 4, pp. 647-662.
8. CAGAN, Philip - Containing Inflation. Essays In Contemporary Economic Problems: The Impact of the Reagan Program, copyright 1986 American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington, D.C.

9. CARDOSO, Eliana A. - Senhoriagem e repressão: os ritmos da América Latina. Revista Brasileira de Economia, Rio de Janeiro, vol. 42, nº 4, pp. 371-394, out./dez., 1988.
10. CUKIERMAN, Alex; WEBB, Steven B. & NEYAPTI, Bilin - Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes. The World Bank Economic Review, vol. 6, nº 3, pp. 353-398.
11. EISNER, Robert & PIEPER, Paul J. - A New View of the Federal Debt and Budget Deficits. American Economic Review, March 1984, pp. 11-29.
12. EVANS, Paul - Do Large Deficits Produce High Interest Rates?. The American Economic Review, vol. 75, nº 1, pp. 68-77, March 1985.
13. FRAGA NETO, Arminio - Problemas do Controle Monetário no Brasil, Texto para Discussão nº 156, Publicações EPGE, Rio de Janeiro.
14. FREY, Bruno S. & SCHNEIDER, Friedrich - Central Bank Behavior - A Positive Empirical Analysis. Journal of Monetary Economics 7 (1981) 291-315. North-Holland Publishing Company.
15. FRIEDMAN, Benjamin M. - Crowding Out or Crowding In? Economic Consequences of Financing Government Deficits. Brookings Papers on Economic Activity, 3, 1978, pp. 593-654, Washington, D.C.

16. GIAVAZZI, Francesco & PAGANO, Marco - The Advantage of Tying One's Hands - EMS Discipline and Central Bank Credibility. *European Economic Review* 32 (1988) 1055-1082, North-holland Publishing Company.
17. HAAN, Jakob De & ZELHORST, Dick - The Impact of Government Deficits on Money Growth in Developing Countries. *Journal of International Money and Credit* (1990), 9, 455-469.
18. HALE, David D. - Why Large Government Deficits Cause Inflation in Latin America But Not the United States. *Inflation: Are We Next? Hyperinflation and solutions in Argentina, Brazil and Israel*. Edited by Pamela S. Falk.
19. HAMBURGER, Michael J. & ZWICK, Burton - Deficits, Money and Inflation. *Journal of Monetary Economics*. 7 (1981) 141-150. North-Holland Publishing Company.
20. HETZEL, Robert L. - Central Banks' Independence in Historical Perspective - A Review Essay. *Journal of Monetary Economics* 25 (1990) 165-176, North-Holland Publishing Company.
21. HOELSCHER, Gregory - New Evidence on Deficits and Interest Rates. *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. XVIII, no 1, fev. 86.
22. JOHNSON, Harry G. - Should There Be an Independent Monetary Authority?. *The Federal Reserve System After Fifty Years, 1964*, pp. 970-73.

23. KOTLIKOFF, Laurence J. - Economic Impact of Deficit Financing. IMF Staff Papers, November 1984.
24. LAMFALUSSY, A. - The Changing Environment of Central Bank Policy. AEA Papers and Proceedings, E.U.A., May 1985, pp. 409-413.
25. OBAVASARA, Roberto S. - Conta do Tesouro no Banco Central. Revista Brasileira de Economia, Rio de Janeiro, 45 (2):287-303, abr./jun. 1991.
26. RESENDE, André Lara - O Conselho da Moeda: UM Órgão Emissor Independente. Revista de Economia Política, vol. 12, nº 4 (48), pp. 113-120, out./dez. 1992.
27. RONCI, Márcio - Uma Constituição Monetária para o Brasil. Conjuntura Econômica, pp. 44-49, setembro de 1992.
28. ROSSI, José W. - Oferta monetária, nível de atividade econômica e inflação. Revista Brasileira de Economia, Rio de Janeiro, 45 (1) 91-102, jan./mar. 1991.
29. SARGENT, Thomas J. & WALLACE, N. - Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, Fall 1981, pp. 1-17.
30. SHEFFRIN, Stephen M. - Long-Run Effects of Budget Deficits. PORTFOLIO: INTERNATIONAL ECONOMIC PERSPECTIVES. Vol. 11, nº 4.
31. SIMONSEN, Mário Henrique - Num BC Independente, O Presidente Não Tem Vez. Revista Exame, 12 de maio de 1993, p. 15.

32. ----- O Que Faz O Sucesso De Um Plano De Estabilização. Revista Exame, 17 de março de 1993.
33. SIMONSEN, Mário H. & CYSNE, Rubens P. - Macroeconomia, Ao Livro Técnico, Rio de Janeiro, 1989.
34. WERLANG, Sérgio R. da Costa & FRAGA NETO, A. - Os Bancos Estaduais e O Descontrole Fiscal: Alguns Aspectos in "A Última Década", Editora da Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 1993.