

# LIQUIDEZ E ZERAGEM AUTOMÁTICA: CRÍTICA DA CRÍTICA

*Luiz Fernando Rodrigues de Paula*

Professor da FCE/UERJ

## RESUMO

Este artigo retoma o debate sobre a “zeragem automática” e o controle monetário no Brasil, iniciado com o artigo de Affonso Celso Pastore, “A reforma monetária do Plano Collor”. Para tanto, realiza uma crítica, a partir de uma perspectiva pós-keynesiana, aos argumentos desenvolvidos nesta Revista por Valdir Ramalho, em sua crítica à Pastore, em dois aspectos: (1) a abordagem horizontalista implícita em sua análise e (2) os equívocos derivados de confundir o mecanismo de zeragem automática com operações normais de política monetária em condições de baixa inflação. O artigo discute a relação entre zeragem automática e controle monetário no contexto do debate **verticalismo versus horizontalismo** e mostra que tal mecanismo não é um instrumento moderno de política monetária dos Bancos Centrais, mas sim o resultado de uma circunstância específica de gestão monetária em condições de alta inflação no Brasil.

## PALAVRAS-CHAVE

política monetária, operações de mercado aberto, passividade monetária, economia brasileira

## ABSTRACT

This article proceeds with the debate on “zeragem automática” (a sort of automatic clearing with government securities) and the monetary control in Brazil introduced by Professor Pastore’s article “Plano Collor’s monetary reform”. Furthermore, it critically assesses Valdir Ramalho’s arguments in his critique on Pastore’s article from a post-keynesian perspective. Two aspects are emphasized: (1) the horizontalist approach implicit in Ramalho’s analysis and (2) the mistakes derived from the misunderstanding by mixing “zeragem automática” mechanism with normal operations of monetary policy in low inflation context. The article discusses the relationship between “zeragem automática” and monetary control under the **verticalism versus horizontalism** debate and shows that “zeragem automática” mechanism is not a modern instrument of monetary policy of central banks but the result of a specific monetary administration in high inflation Brazilian context.

## KEY WORDS

monetary policy, open market operations, monetary passiveness, Brazilian economy

### INTRODUÇÃO

Em artigo recentemente publicado nesta revista - intitulado “*Zeragem automática*” no mercado aberto e controle monetário - Valdir Ramalho critica o conhecido artigo de Affonso Celso Pastore, *A reforma monetária do Plano Collor*, dando continuidade ao debate sobre a relação entre o mecanismo de zeragem automática de mercado e o controle da liquidez no Brasil.

Pastore, neste artigo, defende a tese de que a existência do mecanismo da zeragem automática no Brasil tornava passiva a base monetária, impedindo que o Banco Central a controlasse de forma efetiva e, além disso, ao conferir liquidez às aplicações financeiras de curtíssimo prazo (*overnight*) viabilizava a existência da moeda indexada. Ao criticar a importância atribuída à liquidez excessiva dos haveres financeiros sobre a aceleração inflacionária ao final do governo Sarney, Pastore argumenta que os efeitos inflacionários dos depósitos de *overnight* seriam decorrentes da política frouxa do Banco Central do Brasil (BACEN) ao permitir sua conversão automática e sem risco em M1. Tal conversão seria viabilizada pela existência de compromissos de recompra do BACEN, e não pelo fato da liquidez ser de um dia. Por meio da zeragem automática - mecanismo pelo qual o BACEN assegura ao sistema financeiro o suprimento de reservas ao final do dia - as autoridades monetárias garantiam a conversão automática da moeda indexada em moeda com poder liberatório, reduzindo a zero o preço de sua liquidez. Deste modo, “*a moeda indexada, no Brasil, somente adquire poder liberatório na medida em que o Banco Central, através do mecanismo da zeragem automática, permite a conversão dos overnights para M1.*” (PASTORE, 1990, p. 164) Portanto, para Pastore, o controle monetário no Brasil só seria adquirido com a eliminação do mecanismo da zeragem automática, de forma a produzir um regime monetário que permitisse ao governo readquirir o controle da base monetária e de M1: “*no caso brasileiro teria que ser imposto o controle da quantidade de moeda através da eliminação do mecanismo da zeragem automática, com o Banco Central exercendo a sua autoridade de realizar, ou não, operações de mercado aberto.*” (PASTORE, 1990, p. 168)

O artigo de Pastore foi inicialmente criticado por Carvalho (1993), que defende a tese do “risco de fuga de ativos financeiros”, que relaciona o fracasso dos choques antiinflacionários no período 1986/89 à liquidez dos haveres financeiros, uma vez que o enorme estoque de haveres com liquidez imediata ou quase total poderia pressionar fortemente os mercados de bens reais e de

risco, inviabilizando a estabilização pretendida.<sup>1</sup> Carvalho, em sua crítica a Pastore, procura mostrar que: (a) a conversão da moeda indexada em M1 por iniciativa de seus titulares poderia ocorrer sem que o Banco Central pudesse impedi-la formalmente; (b) os saques por parte dos aplicadores de recursos do *overnight* não levariam à redução do total nominal de recursos à disposição das instituições financeiras para financiar suas posições de títulos públicos, na medida em que o dinheiro sacado do *over* retornaria ao sistema bancário, seja na forma de depósitos à vista seja na forma de depósitos de *overnight* por parte dos vendedores dos bens reais ou ativos de risco.

No artigo acima mencionado, Valdir Ramalho critica de forma detalhada e aparentemente definitiva os argumentos de Pastore que, como vimos, entende que a existência do mecanismo da zeragem automática tornava o BACEN incapaz de manter a base monetária sob controle. Além disso, procura mostrar as virtudes deste mecanismo, que assumiria, no seu entendimento, uma imagem distinta ao que tem sido veiculada por vários economistas: “*em vez de uma anomalia institucional, mero resultado da inflação aguda no Brasil dos anos 80, ela parece ser uma variante atualizada, efetiva e ágil de um instrumento tradicional de atuação dos Bancos Centrais.*” (RAMALHO, 1995, p. 26, grifos meus)<sup>2</sup>

Ramalho centra suas objeções em três aspectos da argumentação desenvolvida por Pastore, para quem: (a) a expansão monetária era inteiramente passiva no Brasil, uma vez que a zeragem automática levava a um aumento da base monetária sem que o BACEN pudesse impedi-lo; (b) a zeragem dava poder liberatório à moeda indexada e gerava expansão de meios de pagamento; e (c) tal mecanismo permitia ao sistema financeiro efetuar resgates nas aplicações de um dia sem risco de perda para o aplicador. Ramalho contrapõe à argumentação de Pastore os seguintes pontos:

- 
1. Segundo CARVALHO (1993, p. 35-6), o sentido correto da utilização do termo “fuga” é o de “*aumento do volume de transações e da velocidade de circulação dos haveres financeiros (ou da moeda indexada, mais rigorosamente), mas sem que tais haveres (ou moeda indexada) estejam ‘saíndo’ do sistema.*”
  2. As citações do artigo de RAMALHO (1995), que se repetirão várias vezes ao longo do texto, serão acompanhadas, doravante, apenas do número da página referida no artigo.

- ◆ a existência ou não da zeragem automática não faz diferença substantiva no que se refere ao controle monetário, uma vez que, dado que a moeda é predominantemente endógena e o BACEN não pode controlar diretamente o estoque de moeda, o fornecimento de reservas pelo BACEN ao sistema financeiro é feito com ou sem zeragem (a escolha é, portanto, de qual a melhor forma de suprir as reservas);
- ◆ as aplicações de um dia podem existir mesmo na ausência do dispositivo da zeragem, na medida em que os bancos podem viabilizar resgates líquidos de um dia administrando um nível adequado de reservas ou recorrendo a empréstimos junto ao BACEN;
- ◆ o mecanismo da zeragem automática é um instrumento moderno de gerenciamento de reservas, semelhante a vários instrumentos utilizados nos últimos anos em muitos países industriais no mundo, sendo inclusive um substituto ágil e eficaz do redesconto de liquidez.

O ponto de partida das críticas que serão desenvolvidas neste artigo à visão de Ramalho sobre o mecanismo da zeragem automática no Brasil é **teórico**, contrapondo-se à visão “horizontalista” implícita em sua análise (e também à abordagem monetarista “verticalista” de Pastore) uma visão “intermediária” pós-keynesiana a respeito do controle monetário, e **operacional**, que diz respeito a uma interpretação distinta tanto na forma como se dá a determinação da taxa de juros básica de curto prazo na economia como no funcionamento dos instrumentos de política monetária num contexto em que as operações de mercado aberto funcionavam com o dispositivo da zeragem.

O presente artigo retoma, assim, o debate sobre a zeragem automática e o controle monetário no Brasil, iniciado com o artigo de Pastore. Para tanto, realiza uma crítica aos argumentos desenvolvidos por Valdir Ramalho em sua crítica a Pastore, discutindo dois aspectos acima levantados: a seção 1 analisa a relação entre zeragem e controle da liquidez no contexto do debate “verticalismo *versus* horizontalismo”; a seção 2 examina a determinação da taxa de juros de curto prazo e o funcionamento dos instrumentos tradicionais de política monetária com a existência do dispositivo da zeragem. Na seção 3 - a título de conclusão - são feitos alguns breves comentários finais ao texto, procurando não só resumir os principais argumentos desenvolvidos no artigo como também explicitar a visão (subentendida no texto) do autor sobre o debate, inclusive com relação à visão de Pastore.

## 1. ZERAGEM AUTOMÁTICA E OFERTA DE MOEDA: EXOGENISMO X ENDOGENISMO

Ramalho (1995) critica o argumento de Pastore de que a passividade da oferta de moeda seria decorrente da existência do mecanismo da zeragem automática, pois este daria poder liberatório à moeda indexada e, conseqüentemente, somente a extinção deste dispositivo permitiria ao BACEN voltar a controlar a base monetária e M1. Para tanto, trabalha com o concepção de que a oferta de moeda é quase que completamente endógena, em contraposição à visão predominante nos livros-textos (e também no artigo de Pastore) onde a base é apresentada como exógena: “*a moeda é endógena, mas alguns profissionais preocupados com a ‘zeragem automática’ talvez andem à busca do paraíso perdido e ilusório da moeda ‘exógena’.*” (p. 31) Mais adiante, Ramalho acrescenta:

*“É evidente que, em princípio, o Banco Central pode influenciar tão fortemente como quiser as taxas de juros das trocas de reservas entre bancos e o custo de financiamento das carteiras de títulos públicos. Em consequência, pode induzir o sistema financeiro (e, mais remotamente o público) a produzir alterações das reservas bancárias na direção por ele desejada. Note-se a diferença entre a realidade e o que os leigos imaginam que seja adquirir a capacidade de controlar a moeda. A imagem de ‘moeda exógena’ é de que de algum modo se eliminariam as variações da base à revelia do Banco Central. Mas tudo indica que esta imagem é impossível de realizar, a menos que se consiga extinguir o livre arbítrio do público. Pelo contrário, o controle monetário realista requer que, na maior parte do tempo, o Banco Central atue a reboque do comportamento do público e das instituições financeiras.”* (p. 44-5, grifos meus)

Ramalho está preocupado em criticar a visão monetarista “exogenista”, segundo a qual a oferta de moeda é determinada exogenamente pelo Banco Central e, portanto, considerada independente dos determinantes da quantidade de moeda demandada.<sup>3</sup> Nesta perspectiva, o Banco Central, ao

---

3. Para um aprofundamento da abordagem monetarista, ver, entre outros, FRIEDMAN (1956). Para uma boa síntese, ver CARGILL (1983), em particular as páginas 389-396.

fixar o nível de reservas compulsórias e operando por meio das operações de mercado aberto, pode exercer um efetivo controle sobre o processo de criação do crédito e da moeda na economia, já que as preferências do público e as estratégias bancárias são consideradas estáveis. Isto porque parte-se do pressuposto da existência de uma estabilidade empírica da demanda por moeda em relação ao nível de renda nominal e que a demanda por moeda é pouco sensível a variações na taxa de juros. Portanto, oferta e demanda por moeda são independentes. Variações na oferta de moeda afetam as variáveis reais, como níveis de produção e de emprego, somente a curto prazo, sendo que a longo prazo afetam somente as variáveis nominais (como o nível geral de preços), sendo neutras em relação ao produto real e ao nível de emprego na economia, devido às expectativas adaptativas dos agentes econômicos.

No enfoque monetarista, o Banco Central tem forte poder de influência sobre o processo de criação de moeda pelo sistema bancário, que se desenvolve via multiplicador bancário,<sup>4</sup> controlando direta ou indiretamente as reservas bancárias por intermédio de instrumentos convencionais de política monetária. Uma vez que as decisões de gasto dos agentes são afetadas fundamentalmente pelas variações na oferta de moeda (excessos de moeda ofertada em relação à quantidade demandada), e não pelas flutuações nas taxas de juros, a política monetária recomendada pelos monetaristas para garantir a estabilidade dos preços é o estabelecimento de regras de expansão monetária, a fim de atender ao crescimento constante da produção com uma variação mínima nos preços. Deste modo, o comportamento da taxa de juros varia como resultado das decisões das autoridades monetárias acerca das metas sobre agregados monetários,<sup>5</sup> ou seja, enquanto estes são a variável-

- 
4. A abordagem do multiplicador bancário mostra que embora os bancos comerciais sejam instituições com capacidade de criar moeda privada sob a forma de depósitos à vista, as autoridades monetárias são capazes de controlar a oferta de moeda, por meio da variação da base monetária, e da taxa de reservas fracionárias exigida; conseqüentemente, a oferta de moeda é determinada exogenamente pelas autoridades monetárias. O pressuposto é que o banco individual pode aumentar seus empréstimos somente depois que os depositantes tenham aumentado seus balanços nele, de modo que o banco tenha excesso de reservas em caixa para emprestar.
  5. Monetaristas, diz PASTORE (1990, p. 171), “*têm defendido o ponto de vista que os governos sigam regras simples e fixas, sem operar as políticas monetária e fiscal, considerando as informações provenientes da economia para realimentar a manipulação dos instrumentos.*” Para uma análise do papel da política monetária no modelo monetarista, ver FRIEDMAN (1968).

alvo, as taxas de juros funcionam como variável de ajuste. Tal visão é tida, também, como “verticalista”, uma vez que a curva de oferta de moeda é vertical no plano taxa de juros/quantidade de moeda e paralela ao eixo da taxa de juros, sendo o nível de oferta de moeda estabelecido exogenamente pela autoridade monetária.<sup>6</sup>

A crítica de Ramalho ao exogenismo monetarista está, de certa forma, presa ao dualismo **verticalismo versus horizontalismo**, como se não houvesse outras visões alternativas acerca do funcionamento e operação da política monetária. Ao dizer que o “*Banco Central atua a reboque do comportamento do público e das instituições financeiras*”, e, ainda, que “*a despeito de não existir a ‘zeragem automática’, o Banco Central terá que garantir a disponibilidade de reservas (...); do contrário, alguns bancos sofrerão crise de liquidez ou quebrarão*” (p. 44) o autor parece comungar, ainda que de forma não explícita, com uma visão teórica bastante próxima ao horizontalismo de Kaldor e Moore.

Na abordagem “horizontalista”,<sup>7</sup> em oposição à visão monetarista, a curva de oferta de moeda é horizontal no espaço juros/moeda, o que implica que, uma vez fixada a taxa de juros, as autoridades monetárias são obrigadas a ofertar qualquer quantidade de moeda que o sistema bancário desejar. A oferta de moeda, numa economia de crédito, é endógena ao nível da taxa de juros fixada pelas autoridades monetárias, variando em resposta direta às oscilações na demanda por moeda do público. Em outras palavras, **a moeda é derivada do crédito e determinada pela demanda**, sendo criada como subproduto dos novos empréstimos concedidos pelo sistema bancário. Conseqüentemente, a criação de moeda (depósitos) pelos bancos precede no tempo a criação de reservas. Esta abordagem tem como pressupostos, em primeiro lugar, que os bancos comerciais realizam empréstimos atendendo a toda

---

6. As denominações “verticalismo” e “horizontalismo”, relacionadas respectivamente à visão exogenista monetarista de Friedman e à abordagem endogenista keynesiana de Kaldor, foram cunhadas inicialmente por Basil MOORE (1988a). A polêmica a respeito da neutralidade ou não da moeda a longo prazo (e seus efeitos sobre as variáveis reais) e do procedimento operacional de política monetária a ser adotado (controle da liquidez via restrições de quantidades ou via restrições a preços, como a taxa de juros) envolvendo monetaristas e keynesianos é antiga. Uma coletânea de artigos sobre este debate, envolvendo Friedman, Tobin, Davidson, entre outros, está em GORDON (1974).

7. Esta abordagem tem suas origens na Escola Bancária do século XIX (*Banking School*) e, por isso, é também conhecida como a *New Banking School*. Para um aprofundamento, ver, em particular, KALDOR (1985) e MOORE (1988a).

demanda existente à taxa de juros do mercado,<sup>8</sup> não sendo nunca constringidos quantitativamente em termos de suas reservas, uma vez que elas estão sempre disponíveis a um preço estabelecido, seja no mercado interbancário ou no Banco Central.<sup>9</sup> Em segundo lugar, que o Banco Central, em sua função de emprestador de última instância, não tem escolha senão acomodar as necessidades de reservas dos bancos, pois caso contrário colocaria em risco a solvência do sistema.

A atuação do Banco Central, nesta perspectiva, é acomodatória em relação à demanda por reservas por parte dos bancos comerciais, o que significa que o mesmo não pode controlar quantitativamente o estoque de moeda, que é determinada previamente pelas decisões tomadas relacionadas à demanda por crédito, atendidas pelos bancos. Por conseguinte, a endogeneidade da moeda é completa e ocorre da seguinte forma: os bancos comerciais, ao atenderem à demanda por crédito dos agentes, criam depósitos, restando ao Banco Central prover os recursos necessários para ajustar a posição de reservas dos bancos que concedem crédito. Neste enfoque, a taxa de juros é exógena, sendo determinada pelas autoridades monetárias ao estabelecer o preço das reservas bancárias e, portanto, as mudanças nesta variável são independentes das flutuações na demanda por moeda. Uma vez fixada pelo Banco Central este deve suprir as demandas que surgirem sem alterar a taxa, pois, do contrário, a curva de oferta de moeda seria positivamente inclinada.

Tal abordagem tem recebido críticas, que dizem respeito principalmente à exagerada passividade da política monetária e ao papel acomodatório do Banco Central no modelo horizontalista, assim como ao comportamento passivo

---

8. A hipótese básica é de que os bancos comerciais respondem positivamente a toda requisição de empréstimos feita por parte dos agentes econômicos. Uma vez que os empréstimos bancários são determinados pela demanda, a quantidade de crédito bancário é uma variável não-discriminatória do ponto de vista dos bancos individuais. Deste modo, bancos são estabelecedores de preços e tomadores de quantidades.

9. MOORE (1989, p. 11) sintetiza seu argumento: “moeda é criada como um subproduto de novos empréstimos concedidos pelas instituições depositárias. No mundo real, **empréstimos criam depósitos**. Ademais, mudanças nos empréstimos bancários são feitos por iniciativa dos tomadores de crédito e não pelos bancos. Bancos não podem esperar por excesso de reserva para fornecer novos empréstimos para o público. A oferta de moeda não aumenta por causa de injeções de reservas pelo banco central. Reservas são sempre obtíveis pela demanda, a algum preço. A oferta de moeda é endogenamente derivada do crédito e determinada pela demanda.”

dos bancos em relação à demanda por crédito.<sup>10</sup> Uma vez que neste modelo, a uma taxa de juros determinada de modo exógeno ao mercado monetário, o Banco Central acomoda qualquer demanda por reservas feita por parte dos bancos sem alterar a própria taxa (ou seja, a mesma deve se manter fixa por um período de tempo), isto significa que, na prática, as autoridades monetárias abrem mão de mudanças nas taxas de juros de curto prazo.<sup>11</sup> Neste sentido, pode-se dizer que a política monetária inexistente neste modelo: o Banco Central é uma espécie de “caixa preta” que, sem poder discricionário, dá ao sistema a liquidez necessária. A crítica central com relação à postura acomodatória do Banco Central é de que este, na realidade, pode se recusar a suprir reservas aos bancos a uma dada taxa de juros, não sancionando automaticamente as reservas adicionais demandadas pelos bancos às autoridades monetárias, ou simplesmente fazê-lo em condições punitivas que desestimulem as instituições bancárias a concederem novos empréstimos.<sup>12</sup> O papel de emprestador de última instância do Banco Central na abordagem horizontalista seria exagerado, no sentido de supor que qualquer aperto de liquidez dos bancos possa resultar numa ameaça à estabilidade do sistema, tendo em vista que o socorro financeiro do Banco Central ao sistema financeiro representa mais uma situação de anormalidade do que uma regra. Em outras palavras, um Banco Central que ofertasse reservas bancárias indiscriminadamente ao sistema acabaria por se constituir num fator de instabilidade econômica. Outra crítica está relacionada ao papel passivo dos bancos em relação à demanda por crédito na abordagem horizontalista, uma vez que as estratégias

---

10. A polêmica ao redor das teses horizontalistas de Basil Moore é encontrada em vários números da revista *Journal of Post Keynesian Economics*. A defesa destas teses é feita em MOORE (1988b, 1989), e as críticas por MEULENDYKE (1988) e GOODHART (1989). No Brasil, esta polêmica foi feita na *Revista de Economia Política*, envolvendo NOGUEIRA DA COSTA (1993) e CARDIM DE CARVALHO (1993).

11. Este aspecto é assinalado por CARDIM DE CARVALHO (1993).

12. “[Moore] argumenta (...) que a demanda por crédito é uma variável não-discricionária e que isto implica que a oferta de moeda é derivada do crédito (pelos bancos). Este argumento só tem alguma validade quando visto em um horizonte de tempo de curto termo. Entretanto, bancos estabelecem parâmetros, na forma de taxas e condições, em que estenderão suas linhas de crédito, e eles podem alterá-los caso entendam que estão concedendo um volume de empréstimos diferente do que eles gostariam”. (MEULENDYKE, 1988, p. 396)

bancárias podem resultar na adoção de ações discricionárias no que tange ao crédito e, portanto, os bancos podem não compartilhar com os planos empresariais de um agente não-financeiro recusando-lhe a fornecer crédito.<sup>13</sup>

Uma visão alternativa e intermediária às posições verticalista e horizontalista é a abordagem “pós-keynesiana”,<sup>14</sup> que considera que as autoridades monetárias não têm um controle absoluto sobre a quantidade de moeda disponível, como sugerida pela abordagem verticalista, não só porque a função demanda por moeda pode ser muito volátil como também porque a concretização dos objetivos almejados pelas autoridades depende da reação dos bancos e suas estratégias. Estes últimos, como qualquer outro agente, possuem uma preferência pela liquidez, demandando moeda como instrumento de proteção à incerteza. A política monetária adotada pelo governo pode ser confirmada, atenuada ou mesmo contraposta por uma estratégia adversa por parte dos bancos, uma vez que os objetivos desses podem diferir daqueles perseguidos pelas autoridades monetárias, conferindo à oferta de moeda um grau de endogeneidade.<sup>15</sup> Deste modo, a concretização

- 
13. MINSKY (1986, cap.10) assinala o papel ativo e dinâmico que os bancos têm na dinâmica monetária-financeira: a concessão de crédito por um banco depende de suas conjecturas a respeito da capacidade futura do cliente honrar sua dívida, o que requer uma análise criteriosa do cadastro do cliente, de modo a se precaver do risco de crédito. O volume e as condições de crédito dependem ainda da estratégia adotada pelo banco, se mais conservadora ou mais agressiva, o que se expressa na maior ou menor margem de segurança na composição do ativo bancário. Por isso, na abordagem pós-keynesiana, *banks matter*. Voltamos a seguir a este ponto.
  14. Nesta perspectiva, ver DAVIDSON (1978 e 1988) e CARDIM DE CARVALHO (1992 e 1993). A noção central do paradigma pós-keynesiano é o conceito de **economia monetária da produção**, que tem como características centrais o destaque dado ao processo de tomada de decisão em um ambiente de incerteza não-probabilística, a concepção de não-neutralidade da moeda - segundo o qual a moeda não é uma simples conveniência, pois sendo um ativo, uma forma de riqueza, afeta motivos e decisões dos agentes - e, ainda, ao sistema de contratos a prazo, por meio de resgates de pagamentos no futuro, como instrumento básico pelo qual os agentes alcançam algum tipo de coordenação perante o futuro incerto.
  15. As técnicas de administração de passivo e a possibilidade de introdução de inovações financeiras por parte dos bancos - por exemplo, com a criação de novos passivos financeiros sob a forma de “quase-moeda” permitindo que as instituições bancárias alavanquem sua capacidade de crédito - podem conferir ao sistema bancário capacidade para contornar as restrições impostas pelas autoridades monetárias sobre a disponibilidade de reservas por força de uma política monetária mais restritiva. As inovações financeiras permitem aos bancos comerciais se tornarem mais responsivos à demanda por crédito, fazendo com que a oferta de moeda se torne interdependente da demanda por moeda. Daí deriva o caráter endógeno da moeda. A análise clássica deste processo é feita por MINSKY (1986).

dos objetivos almejados pelas autoridades monetárias está condicionada, em grande medida, à reação dos bancos comerciais e dos demais agentes em relação à política monetária. O enfoque pós-keynesiano, não considera, tal como estabelece a visão horizontalista, que a oferta de moeda seja totalmente endógena: o processo de criação de moeda bancária depende, em boa medida, do comportamento do Banco Central como prestador de última instância, que pode ou não sancionar a moeda privada criada pelos bancos.<sup>16</sup> Assim, nesta perspectiva, a curva de oferta de moeda não é horizontal como supõe a abordagem horizontalista, mas positivamente inclinada, sendo que o volume e os termos dos empréstimos bancários refletem considerações tanto sobre a oferta quanto sobre a demanda por moeda, e a forma da curva de oferta monetária é influenciada, de modo importante, pela política do Banco Central.

Na abordagem pós-keynesiana, embora se reconheça que o comportamento bancário confere algum grau de endogeneidade à oferta de moeda, o Banco Central é capaz de administrar a liquidez da economia - dentro de certas condições dado que opera por meio dos bancos comerciais - impondo restrições à disponibilidade de reservas para o sistema bancário e, sobretudo, elevando o custo de obtenção dessas reservas. Nesta perspectiva, adoção de metas monetárias como variável-alvo de política monetária não é recomendada devido não só às dificuldades de se escolher o agregado monetário mais adequado para descrever o comportamento da oferta de moeda, mas, sobretudo, em função do fato de que o controle sobre os agregados monetários pode ser inviabilizado pelo comportamento dos bancos comerciais, mediante a utilização de técnicas de administração de passivos e introdução de inovações financeiras. Uma vez que as decisões de gasto dos agentes econômicos são afetadas predominantemente pela taxa de juros, e não pelas oscilações na oferta de moeda, a taxa de juros na abordagem pós-keynesiana desempenha um papel central na política monetária, devendo se constituir na variável-meta desta política. A taxa de juros é determinada conjuntamente pelas forças de mercado (preferência pela liquidez dos agentes) e pela ação das autoridades monetárias (que estabelece o custo a se pagar para obtenção de reserva bancária). Em particular, estas são capazes de

---

16. Na falta de uma definição melhor, e para um melhor entendimento acerca das posições teóricas aqui em tela, pode-se denominar o argumento central desta visão no que se refere ao debate sobre o controle monetário como a “tese da endogeneidade parcial da moeda”.

afetar toda a estrutura de taxa de juros da economia do mercado e a demanda por crédito dos agentes por meio de variações na taxa de juros do mercado de reservas. Neste sentido, a demanda por moeda pode ser influenciada pelas autoridades monetárias, por intermédio de uma política discricionária de taxa de juros<sup>17</sup> (com flexibilidade para variar as taxas de juros de acordo com as condições de liquidez da economia) uma vez que uma alteração nesta variável modifica a relação desejada entre títulos e moeda que o público deseja manter, induzindo assim a modificações no portfólio dos agentes e afetando por esta via suas decisões de gasto.

Dado que para Ramalho a moeda é essencialmente endógena, daí pode-se concluir que para ele, em princípio, **a existência ou não da zeragem automática não faz diferença significativa no que tange ao controle da liquidez**: *“todo acréscimo ou redução da base ocorre por iniciativa autônoma e espontânea do emissor de base. Ora, de fato, as recompras dos títulos pelo Banco Central em operações de ‘zeragem automática’ são feitas por iniciativa do sistema financeiro, e elas resultam em aumentos da base, quer o Banco Central os deseje ou não; assim, não admira que aqueles economistas aceitem acriticamente a tese de que, devido ao dispositivo de ‘zeragem automática’, o Banco Central perdeu o controle monetário.”* (p. 41) Mais adiante, em seu artigo, diz que *“em um sistema financeiro moderno como o que conhecemos, a base monetária é necessariamente dependente de iniciativas do público e dos intermediários financeiros, na ausência ou não da ‘zeragem automática’, sem que isso leve a inteira passividade da política monetária.”* (p. 43, grifos meus) E, ainda, que *“os partidários da extinção da ‘zeragem automática’ têm atribuído a este mecanismo um fenômeno que de fato é mais geral e existe de qualquer maneira”* (p. 43) e, portanto, *“a sugerida eliminação do mecanismo não é uma maneira de diminuir o fornecimento de reservas pelo Banco Central ao sistema financeiro; é apenas uma escolha de qual forma não será utilizada para tal fornecimento.”*<sup>18</sup> (p. 44)

---

17. Como pode ser percebido, esta política difere da abordagem horizontalista, que, como foi visto, estabelece que as taxas de juros são determinadas de modo **exógeno** ao mercado monetário e, que para ser coerente com uma curva horizontal da oferta de moeda deve ser adotado metas **fixas** para as taxas de juros, ou seja, o Banco Central determina o preço das reservas bancárias e responde positivamente a toda demanda de reservas dos bancos comerciais.

18. Estas passagens do artigo de Ramalho deixam claro sua adesão às teses horizontalistas, conforme resumidas anteriormente.

Ramalho (1995, p. 38-41) argumenta, ainda, - ao criticar a tese de Pastore de que o mecanismo de zeragem automática é necessário para que o sistema financeiro possa permitir resgates de aplicações por um dia sem risco de perda para o aplicador - que as aplicações de um dia podem existir **mesmo na ausência da zeragem**, com os bancos adotando, para tanto, a mesma técnica de administração de depósitos à vista, mediante a estimativa da variabilidade diária dos fluxos de depósitos e retiradas. As instituições bancárias, mantendo um nível adequado de reservas (ou recorrendo a empréstimos no Banco Central), poderiam viabilizar resgates líquidos de aplicações de um dia para a economia como um todo.

É verdade que, como mostra a experiência de outros países, pode haver aplicação financeira de um dia sem a existência do dispositivo da zeragem, por exemplo, por meio de operações bancárias casadas ativo/passivo, mas é indubitável que a existência deste mecanismo permite aos bancos avançarem em muito suas posições, tendo como lastro títulos públicos de liquidez imediata. Na alta inflação, a manutenção de um “nível adequado de reservas” é muito improvável, senão inviável, tendo em vista que o custo de manter recursos sob a forma de encaixe monetário é elevadíssimo, devido ao efeito corrosivo do imposto inflacionário.<sup>19</sup> Por isso, as reservas primárias dos bancos tendem a se manter em um nível mínimo. Dada a retração das reservas voluntárias - fonte primária para acomodação das flutuações de liquidez dos bancos - o ajuste de liquidez passa a ocorrer no nível de suas reservas secundárias (títulos e haveres com elevada liquidez), com toda a pressão recaindo sobre o BACEN, a quem as instituições bancárias passam a “exigir” liquidez aos títulos públicos de sua carteira. Nestas condições, o ajuste de reservas entre o BACEN e o sistema financeiro tem como peça-básica o mecanismo da zeragem automática. Como é bem destacado por Agostinho da Silva (1993), a zeragem automática diz respeito a intervenções diárias do BACEN no mercado para ajustar a liquidez global do sistema financeiro com

---

19. Uma análise teórica sobre o comportamento dos bancos em um contexto de alta inflação é feita em PAULA (1997).

vistas à determinação da taxa de juros básica da economia (*overnight*) e não apenas no atendimento episódico de algumas instituições deficitárias ao final do dia.<sup>20</sup>

É indubitável, também, que a zeragem automática aumentava sobremaneira o grau de passividade da base monetária, pois ao garantir liquidez automática e barata às instituições bancárias tornava a oferta de moeda quase que completamente endógena, subordinando o movimento das reservas bancárias à demanda por moeda dos agentes, que passava assim a ser sancionada plenamente pelo BACEN. **A zeragem automática foi um recurso de última instância, em um quadro de elevada fragilidade financeira do Estado<sup>21</sup> e de alta inflação, de gestão monetária no Brasil.** Esta procurava, via desenvolvimento da moeda indexada e da manutenção de taxas de juros elevadas, evitar a fuga de aplicações financeiras para ativos reais ou de risco e a substituição da moeda corrente legal pela moeda estrangeira forte, impedindo o desencadeamento de surtos especulativos que poderiam desembocar num processo hiperinflacionário. Como destaca Brandão (1989, p. 51):

*“Não fosse a sofisticação alcançada pelo nosso mercado financeiro, aliada ao mecanismo de indexação (mesmo instável) de nossos ativos financeiros, a alta inflação da década de 80 seria grandemente agravada, com forte recessão e descapitalização das empresas privadas, devido à ausência de mecanismo de proteção à poupança, em período de alta*

---

20. Entendendo, assim, o mecanismo da zeragem automática a partir de uma visão mais ampla, discorda-se de GARCIA (1995, p. 340), para quem “a tão propalada **zerada** ou **zeragem automática** é apenas uma pequena, e nem tão importante assim, parte da implementação [da] regra de taxa de juros. A **zerada automática** apenas corrige os erros eventualmente cometidos durante as horas normais de operação do mercado aberto. A maior parte da ‘zeragem’ dos bancos ocorre durante o expediente normal do mercado aberto.”

21. O desenvolvimento da prática da zeragem automática, assim como de outras inovações financeiras públicas, refletiu em grande medida as necessidades de refinanciamento da dívida pública de curto prazo no contexto da crise do padrão de financiamento da economia brasileira ao longo dos anos 80. Isto permitiu o desenvolvimento de inovações financeiras sob a forma de quase-moedas que garantiam a rolagem dos títulos da dívida pública e atendiam à demanda por liquidez dos agentes econômicos num quadro de forte instabilidade macroeconômica. Ver, a respeito, MADI (1993, em especial a seção 3.2.2).

*inflação. Não podemos, em momento algum, esquecer os benefícios decorrentes dos citados instrumentos de mercado, que permitiram a manutenção da poupança nos níveis atuais.”*

**Nestas circunstâncias de excepcionalidade**, o comportamento da oferta de moeda tornou-se algo próximo a uma posição horizontal no espaço juros/moeda, em que, a uma dada taxa de juros, as autoridades monetárias brasileiras se viam obrigadas a ofertar a quantidade de moeda que o público demandasse. A atuação do BACEN, tal como no modelo horizontalista, era acomodatória, já que atendia plenamente as demandas por reservas por parte do sistema bancário, e a endogeneidade da moeda era quase que completa. A ação do BACEN, como será visto na seção seguinte, tinha como objetivo o controle da taxa de juros; contudo, sua política de juros não era capaz de afetar a estrutura relativa de taxas de juros em função das reduzidas maturidades e alta liquidez dos ativos financeiros, em decorrência da concentração das aplicações no curtíssimo prazo.

A eliminação do mecanismo da zeragem automática provavelmente inviabilizaria a oferta generalizada de substitutos à moeda doméstica (moeda indexada) por parte do sistema bancário, abrindo caminho para a fuga de ativos financeiros. Ademais, traria riscos inaceitáveis aos bancos, ocasionando uma forte redução na carteira de títulos públicos dessas instituições, o que acabaria destruindo a moeda indexada. Como observa Mendonça de Barros (1993, p. 22-3):

*“A negação da “zeragem automática” será a própria negação do sistema de equilíbrio para o qual convergiu o sistema monetário brasileiro ao longo da década de 80 (...) Sem a “zeragem automática” haveria uma redução brutal da carteira de LFT das instituições financeiras pela elevação do risco associado às operações de Over.”*

O fim deste mecanismo só seria possível no contexto de um processo de estabilização de preços que, ao recompor a confiança dos agentes na moeda nacional, induzisse um movimento de remonetização da economia.<sup>22</sup> Esta,

---

22. As experiências de extinção do mecanismo da zeragem automática no ano de 1990, durante o governo Collor, e mais recentemente, no contexto do Plano Real, mostram que o fim da zeragem automática deve ser precedido por um processo de estabilização de preços.

por sua vez, levaria a uma recomposição na demanda por moeda e nas reservas primárias dos bancos, diminuindo a pressão de ajuste da liquidez do sistema financeiro sobre o BACEN e abrindo, assim, espaço para um novo *modus operandi* no *open market*. Deste forma, a extinção da zeragem automática é pré-condição para uma política monetária mais ativa, não no sentido monetarista de metas sobre agregados monetários e de restabelecer a autonomia plena do Banco Central no controle da oferta de moeda, mas de permitir que este, mediante operações de mercado aberto, seja capaz de efetuar um gerenciamento diário mais eficaz das reservas bancárias e, assim, administrar a taxa de juros básica de curto prazo da economia.<sup>23</sup> Com isso, poderá induzir modificações no portfólio dos agentes e afetar suas decisões de gastos, de modo a atingir objetivos macroeconômicos predeterminados.

## 2. ZERAGEM AUTOMÁTICA, TAXA DE JUROS E INSTRUMENTOS TRADICIONAIS DE POLÍTICA MONETÁRIA

O segundo ponto central de minha crítica ao artigo de Valdir Ramalho está relacionado aos equívocos derivados de confundir o mecanismo da zeragem automática, que foi uma prática típica de uma circunstância excepcional de alta inflação e de elevada fragilidade financeira do Estado, com operações normais e corriqueiras do Banco Central relacionadas à gestão da política monetária em condições de baixa inflação. Dois aspectos da análise de Ramalho parecem-me ilustrativos de seu entendimento acerca do funcionamento e das implicações do mecanismo da zeragem automática para a política monetária: a fixação da taxa de juros mediante operações de mercado aberto e a suposta superioridade da zeragem automática sobre o redesconto.

---

23. Neste sentido, discorda-se da visão monetarista de PASTORE (1990), para quem “o que o Banco Central deve fazer é simplesmente retornar à velha ortodoxia, parando de tentar controlar o M4, e passando a controlar a base e o M1” (p. 170), devendo a taxa de expansão da base monetária ser “mantida constante em um nível de  $x\%$  ao ano, independentemente do comportamento cíclico da economia, sendo a magnitude da taxa determinada pelo nível de inflação que se quer atingir.” (p.172)

Quanto ao primeiro, Ramalho critica os economistas que interpretam a política de mercado aberto do Banco Central brasileiro, a partir dos anos 80, como visando **fixar** uma taxa de juros real:

*“É curioso que nenhum desses profissionais se aventure a dizer em que cifra o Banco Central fixa aquela taxa. O fato é que, ao longo de semanas e meses, o banco não procura meramente mantê-la fixa, mas manobrá-la: eleva, baixa ou preserva uma determinada cifra conforme sua apreciação do estado da economia. E, ao empregar uma taxa de juros de curto prazo como procedimento operacional no dia a dia, ao contrário do que alguns dizem, faz o mesmo que outros Bancos Centrais vêm fazendo nos anos 80 para cá. (...)”* (p. 31)

A passagem acima sugere, em primeiro lugar, que o BACEN, a partir dos anos 80, não procurava fixar taxa de juros, mas manobrá-la como se procede normalmente em outros países; em segundo lugar, que tal procedimento, além de ser corriqueiro a qualquer outro Banco Central, ocorre com ou sem zeragem automática. Esta visão sobre a determinação da taxa de juros no Brasil é equivocada, sendo decorrente de um entendimento incorreto acerca do funcionamento da zeragem automática e, mais especificamente, da determinação da taxa de juros na presença deste mecanismo num contexto de instabilidade inflacionária.

A atuação do Banco Central do Brasil, por meio do mecanismo da zeragem automática, tinha como objetivo **controlar** a taxa de juros, deixando as reservas bancárias como variável de ajuste. Ou seja, tal mecanismo fazia parte de uma sistemática operacional de determinação da taxa de juros primária da economia em condições de alta inflação no Brasil.<sup>24</sup> Isto era possível porque o BACEN efetuava o ajuste diário das reservas do sistema bancário zerando as posições credoras e devedoras de títulos públicos dos bancos, ou seja, recomprava títulos públicos quando o sistema não tinha recursos suficientes para atender os seus requerimentos de reservas (neste caso, diz-se que o Banco Central está *oversold*) e vendia títulos com acordos de recompra quando os bancos estivessem com excesso de liquidez (o Banco Central está *under-*

---

24. Voltamos a este ponto ainda nesta seção.

*sold*).<sup>25</sup> Com a existência da zeragem automática, as instituições financeiras que não lograssem financiar suas carteiras de títulos públicos no mercado podiam revendê-los, de forma parcial ou integral, ao BACEN, o que era feito com grande automaticidade, desaparecendo assim qualquer risco no carregamento desses títulos.

Na prática, o Banco Central atuava na maioria das vezes *oversold*, situação de sobrevenida em que o nível de títulos em mercado é maior do que os recursos disponíveis para financiar as posições diariamente. A necessidade de absorção de volume expressivo de títulos pelo mercado induzia à superalavancagem da carteira de títulos por parte das instituições financeiras, o que as obrigavam a buscar diariamente recursos no BACEN. Em posição *oversold* o BACEN tinha um controle quase absoluto sobre a taxa de juro primária da economia, pois diariamente tinha que recomprar títulos no mercado, injetando recursos monetários no sistema, de forma a equilibrar o saldo de reservas bancárias com o saldo de títulos emitidos e em poder do mercado. Os bancos aceitavam esta política por terem acesso ao financiamento automático no BACEN. Como este acomodava plenamente a demanda por recursos monetários por parte dos bancos, a gestão monetária acabava por subordinar-se às necessidades de reservas do conjunto do sistema bancário. Para o BACEN, como as instituições demandantes (ou ofertantes) ajustavam suas posições por meio de operações de um dia (*overnight*), a vantagem era poder definir a taxa de juros de curto prazo que desejava praticar em determinado momento. Esta era estabelecida unilateralmente pelo BACEN mediante a administração diária de reservas, não guardando qualquer relação com a conjugação das forças de oferta e demanda no mercado monetário.

O Banco Central administrava suas metas de taxa de juros de curto prazo de modo que o comportamento desta variável seguisse o tanto quanto possível os movimentos da inflação - mantendo os juros reais relativamente constantes e previsíveis no *overnight* - via um regime de indexação dos títulos públicos

---

25. Para uma análise das operações de mercado aberto com zeragem automática ver AGOSTINHO DA SILVA (1993) e PAULA & SOBREIRA (1996). Para uma análise do arranjo institucional das finanças públicas e do mercado de títulos públicos no Brasil com zeragem automática ver OGASAVARA (1991).

que era essencialmente *forward-looking*.<sup>26</sup> As taxas de juros do *overnight*, formadas logo de manhã na mesa de operações do BACEN, deveriam cobrir a inflação estimada mais um juro real, que era por ele arbitrado, independentemente do nível de liquidez do mercado. As autoridades monetárias procuravam, assim, manter a taxa de juros num patamar que não onerasse demasiadamente os custos de rolagem da dívida pública, nem provocasse uma elevação na inflação, mas que fosse suficientemente alta para evitar uma fuga desordenada de ativos financeiros para ativos reais e de risco. O mecanismo operacional do BACEN é resumido por Garcia (1995, p. 339, grifos no original):

*“O mecanismo operacional do BC no período pré-Real consistia basicamente na fixação do patamar de juros num nível igual à taxa esperada da inflação para o próximo mês, acrescida da taxa real de juros que objetivava praticar. As autoridades monetárias fixavam a taxa real de juros num nível mínimo que julgassem necessário para garantir a demanda por títulos públicos. Ou seja, o objetivo era evitar a fuga maciça de recursos para ativos financeiros estrangeiros. O objetivo não era reduzir significativamente a inflação, mas tão-somente evitar a hiperinflação.”*

O comportamento do BACEN justificava-se, por um lado, pelo fato de que a baixa magnitude da base monetária no Brasil num contexto de alta inflação tornava as taxas de juros muito voláteis, devido às grandes oscilações nas reservas bancárias decorrentes de fluxos monetários ocasionados por fatores sazonais, acidentais ou de comportamento dos agentes (como, por exemplo, os dias de recolhimento de impostos); por outro lado, considerando que a taxa de juros do mercado aberto tornou-se a principal variável balizadora das expectativas inflacionárias dos agentes, influenciando inclusive a formação de preços das empresas não-financeiras, num fenômeno que ficou conhecido

---

26. Ao final dos anos 80, o BACEN indexava as taxas diárias do *overnight* às expectativas correntes da inflação, utilizando algum indexador diário oficial ou a taxa de câmbio; a partir do Plano Collor II, substituiu-se o sistema baseado na indexação passada por um regime que era *forward-looking*, tendo como base a colocação de títulos públicos com deságio (Bônus do Banco Central - BBC).

como “**financeirização de preços**”.<sup>27</sup> Neste contexto, flutuações nas taxas de juros induzidas por fluxos que afetam a base monetária poderiam ter um efeito desestabilizador sobre a inflação esperada. Isto forçava o BACEN a intervir muito freqüentemente no mercado, mediante atuações diárias informais (*go-arounds*), de modo a garantir uma certa estabilidade nas taxas de juros do *overnight*, evitando oscilações significativas nos juros nominais que pudessem estimular movimentos especulativos por parte dos agentes. (Cf. CARNEIRO & GARCIA, 1994) Em outras palavras, **nestas circunstâncias, não havia alternativa ao BACEN a não ser procurar estabilizar as taxas de juros de curtíssimo prazo**, prevenindo as expectativas de uma corrida sobre a moeda corrente e evitando o risco de fuga de ativos financeiros, ainda que ao custo de uma forte imobilização na política monetária.

Note-se que as operações de mercado aberto nas condições especiais acima descritas é bem diferente da forma como se opera em outros países, sem ajustes residuais automáticos ao final do dia. É verdade, como mostra Kasman (1992), que os Bancos Centrais de vários países industrializados têm desenvolvido mecanismos que fornecem uma oferta mais elástica de reservas ao final do dia, de modo a restringir as flutuações intradiárias das taxas de juros do *overnight*, que aumentaram devido à diminuição nos requerimentos de reservas dos bancos. Todavia, a diferença entre a zeragem automática e tais mecanismos é que no primeiro o acesso a recursos no Banco Central é automático, enquanto no segundo não, e é isto que tornava a base monetária plenamente endógena no Brasil. Ademais, as metas de taxa de juros no Brasil requeriam um papel ativo muito maior por parte do Banco Central do que em outros países à medida que a baixa magnitude da base monetária poderia tornar as taxas de juros muito voláteis.

---

27. “Entendemos por ‘financeirização de preços’ a generalização da referência à taxa nominal esperada de juros de curtíssimo prazo como critério para os ajustes de preços dos bens. Dado que essa taxa é também a que corresponde ao rendimento esperado da riqueza inativa (em particular na forma de “quase-moeda”) e dada ainda a conexão que pode ser estabelecida entre câmbio e taxa de juros, este critério atende à condição de formação de preços de atuar compensatoriamente aos diferenciais de risco, proteção e liquidez que se abriram ao longo da crise entre riqueza ativa e inativa e entre o uso de ativos destinados à produção para mercado interno e para exportação. Tal base para formação de preços introduz efetivamente uma inércia, mas corresponde também a uma forma de dolarização da economia sem a referência direta à moeda estrangeira. A instabilidade da taxa de juros, ou a instabilidade financeira de um ponto de vista mais geral, fica, por outro lado, incorporada diretamente aos preços em uma extensão muito maior do que o impacto dos encargos financeiros sobre o custo de produção.” (BELLUZZO & ALMEIDA, 1990, p. 69)

No caso de vários países industrializados,<sup>28</sup> o Banco Central é capaz de influenciar a taxa de juros de curto prazo, por meio do gerenciamento diário das reservas, aí sim “manobrando-a de acordo com sua apreciação do estado geral da economia” e conforme os objetivos mais amplos de política macroeconômica, e não preso à “armadilha da moeda indexada”. Deste modo, as autoridades monetárias podem intervir de forma mais ativa na dinâmica monetária, afetando a estrutura de taxa de juros da economia. A taxa de juros do *overnight* é a variável-operacional da política monetária, expressando, por um lado, a preferência pela liquidez dos agentes e, de outro, a atuação do Banco Central no mercado aberto, principalmente por meio de *go-arounds*<sup>29</sup> com títulos públicos. Mas, diferentemente da recente experiência brasileira, os Bancos Centrais não controlam a taxa de juros rigidamente, deixando-a ser determinada em boa medida pelas condições de liquidez do mercado monetário, intervindo somente para limitar as flutuações de curto prazo e evitar grandes oscilações diárias nesta variável, de modo a reduzir a incerteza quanto às intenções da política monetária. Portanto, a variabilidade da taxa de juros é muito maior do que nas condições acima analisada e o Banco Central não tem a obrigação de fixar um nível de taxa de juros diariamente.<sup>30</sup>

- 
28. Uma análise recente dos procedimentos operacionais de política monetária em seis países industrializados (EUA, Japão, Alemanha, Grã-Bretanha, Suíça e Canadá) é feita por KASMAN (1992). O autor mostra que todos os Bancos Centrais analisados usam a taxa de juros para guiar suas atividades diárias de gerenciamento de reservas e implementam políticas controlando o nível agregado de reserva disponível para o sistema bancário, servindo as reservas bancárias como uma variável operativa. A influência sobre a taxa de juros do *overnight* é, portanto, um objetivo comum a todos os seis Bancos Centrais analisados. Outro aspecto interessante assinalado é que, a partir da década de 80, houve uma clara tendência de aumento de importância das operações de mercado aberto como instrumento de gerenciamento de reservas, substituindo em muitos países os empréstimos dos Bancos Centrais. Estes últimos, sobretudo por meio das operações de redesconto de liquidez, são agora destinados a atender principalmente problemas de iliquidez inesperada ou temporária das instituições bancárias ou, ainda, para prover assistência em tempos de crise do sistema bancário.
29. *Go-arounds* são leilões com títulos públicos por meio dos quais o Banco Central oferta ou demanda recursos no mercado: algumas instituições financeiras deficitárias podem, em certo dia, não vencer os leilões de dinheiro, enquanto outras podem ganhar a concorrência simplesmente porque apresentam melhores ofertas (taxas). Por intermédio destas operações o Banco Central estabelece a taxa de juros básica (ou primária) de curto prazo da economia.
30. Ao final de setembro de 1995, o Banco Central do Brasil passou a realizar *go-arounds* de recursos de forma episódica, sem a obrigação de fixar o nível de taxa de juros que vigora no dia. Como procurou-se mostrar em artigos anteriores (PAULA & SOBREIRA, 1995 e 1996), há fortes evidências empíricas de que as taxas de juros no *overnight* (taxa DI-Over) tornaram-se a partir daí bem mais voláteis, ainda que o BACEN procure manter a taxa de juros básica do mercado dentro de um intervalo conhecido como “banda informal de juros”.

Quanto ao segundo aspecto - a suposta superioridade do mecanismo da zeragem automática sobre as operações de redesconto - serei mais sucinto. Segundo Ramalho, o fim da zeragem automática pode forçar o Banco Central a utilizar mais intensamente os *go-arounds*, sendo que “o mesmo volume de liquidez que a ‘zeragem’ proporcionava será fornecida aos bancos como um todo, embora agora de uma forma mais sujeita a erros de avaliação.” (p. 50) As vantagens da zeragem automática decorreriam do fato de que este mecanismo fornece ao Banco Central, num ambiente de considerável incerteza de um dia ou semana, informações valiosas sobre o real estado do mercado financeiro, na medida em que as operações de zeragem refletem decisões espontâneas do sistema, permitindo assim que o Banco Central possa estar permanentemente checando as condições de liquidez do mercado. O redesconto, ao contrário, não cumpriria a contento essa função, “não só porque é mais formal, mas sobretudo porque (...) carrega o estigma de que seu uso por um banco deve ser ocasional e representa admissão de dificuldades graves.” (p. 51)

Ramalho sugere, então, que o redesconto seja extinto, “pois este apresenta a mesma característica da ‘zeragem automática’ de ser um ‘vazamento’ no controle monetário - os bancos têm a iniciativa de pedir empréstimos e de resgatá-los antecipadamente ou não.” (p. 50) Ademais, o mecanismo da zeragem automática se revelaria como um substituto ágil e eficaz do redesconto, pois além de fornecer informações mais imediatas e completas para o gerenciamento do mercado aberto permitiria não só a colocação imediata de fundos no mercado, como também a sua retirada.

Tal análise revela, portanto, uma grande confusão no entendimento sobre o funcionamento dos instrumentos de política monetária, em particular nas condições de instabilidade macroeconômica como o Brasil tem vivido nas últimas décadas. Em primeiro lugar, o redesconto de liquidez não pode ser colocado como tendo a mesma característica da zeragem automática, pois o acesso a recursos no Banco Central via redesconto, além de ter em vários países um caráter punitivo, não tem a generalidade e automaticidade que a zeragem proporciona. Considerando que os bancos podem recorrer ao mercado interbancário para atender suas necessidades momentâneas de caixa a curtíssimo prazo, o recurso ao redesconto oficial é tido, em geral, como um expediente último e extremado, e, por isso, o seu acesso é de alguma forma restrito e/ou oneroso, seja por alguma forma de controle administrativo, seja

pela taxa cobrada.<sup>31</sup> Em segundo lugar, trata-se de dois instrumentos de natureza distinta, pois enquanto a zeragem automática é um mecanismo acoplado às operações de mercado aberto e, portanto, relacionado ao gerenciamento diário de reservas bancárias, o redesconto é utilizado para atender a escassez de liquidez inesperada ou temporária ao final do dia ou para fornecer assistência aos bancos no caso de crise de liquidez.<sup>32</sup> Ou seja, o redesconto de liquidez é um instrumento por excelência em que o Banco Central atua como emprestador de última instância do sistema financeiro; já o *open market* é um instrumento de sintonia fina da liquidez.

Por fim, a afirmação de que “o mecanismo da zeragem automática revela-se um substituto ágil e eficaz do redesconto”, atribuída inclusive a outros economistas, só tem validade em um contexto de alta inflação, quando, como já foi destacado, as reservas voluntárias convencionais (i.e., não-remuneradas) do sistema bancário se reduzem a um nível mínimo necessário para o cumprimento das exigibilidades compulsórias legais. Deste modo, o ajuste de liquidez dos bancos passa a ocorrer no nível de suas reservas secundárias, que, com a existência do dispositivo da zeragem, funcionam como reservas bancárias remuneradas. Logo, a existência de um canal de

---

31. Grosso modo, pode-se estabelecer duas modalidades operacionais de redesconto de liquidez: uma em que há discricionariedade no acesso a recursos do Banco Central (quotas, normas e restrições administrativas etc.) e a taxa de juros cobrada é estipulada abaixo do mercado, como é o caso dos EUA, Alemanha e Japão; e, outra, em que o acesso é amplo e sem restrições diretas, mas a taxa cobrada se situa acima da taxa de mercado, como é o caso da Grã-Bretanha e Canadá. Os empréstimos de liquidez, embora tenham perdido peso como instrumento de gerenciamento diário de reservas nesses países (à exceção do Japão), têm ainda um importante papel a cumprir na estabilidade do sistema financeiro.

32. No Japão, as operações de empréstimo do Banco do Japão foram também utilizadas, no período de acelerado crescimento, para acomodar a demanda crescente por crédito, ou seja, como um instrumento de financiamento da política de fomento ao desenvolvimento. Na Alemanha há dois tipos de redesconto: uma linha de redesconto comum, que até recentemente era utilizada como a principal fonte de refinanciamento das instituições financeiras, em que o *Bundesbank* fixa a taxa de redesconto em níveis abaixo dos juros de mercado mas estabelece restrições quantitativas; e os “empréstimos lombardos”, linha de crédito emergencial aos bancos, em que não há qualquer limitação quantitativa, mas as taxas de juros são fixadas em níveis bem acima das do mercado, o que imprime um caráter punitivo a tais empréstimos. As taxas de redesconto e a lombarda funcionam, respectivamente, como piso e teto das taxas praticadas nos mercados aberto e interbancário. Para uma descrição detalhada e atualizada dos instrumentos de política monetária na Alemanha, ver DEUTSCHE BUNDESBANK (1995).

acesso automático e barato a recursos no Banco Central faz com que as operações de redesconto de liquidez percam sua importância como instrumento de política monetária.

Em um quadro de relativa estabilidade de preços, com o virtual fim do imposto inflacionário, o processo de remonetização faz com que as instituições bancárias aumentem suas reservas primárias (disponibilidades). A pressão de ajuste de liquidez dos bancos, que antes recaía sobre o Banco Central, passa a se dar fundamentalmente no mercado interbancário, que pode assim se tornar efetivamente no *locus* principal de administração de recursos das instituições deficitárias. O fim da zeragem automática, que neste contexto perde o sentido de existir, possibilita ao governo separar funcionalmente **as operações de mercado aberto** - que voltam a ser usadas basicamente como instrumento de gerenciamento diário de reserva e não mais como praticamente a única forma de acesso a recursos monetários no Banco Central por parte dos bancos - das **operações de redesconto de liquidez**, o que pode permitir neste caso que o Banco Central retome de forma mais clara e eficaz sua função de prestador de última instância do sistema financeiro.<sup>33</sup>

## CONCLUSÃO

Este artigo retoma o debate sobre a zeragem automática e o controle monetário no Brasil, iniciado com o já clássico artigo de Afonso Celso Pastore, intitulado “A reforma monetária do Plano Collor”, criticando em particular a abordagem horizontalista implícita na análise de Valdir Ramalho sobre o tema, assim como seu entendimento acerca da sistemática de operação do

---

33. As recentes alterações feitas no decorrer do ano de 1996 nas linhas de redesconto no Brasil, procurando “descriminalizar” este tipo de operação, tornando-o mais acessível e menos punitivo às instituições bancárias, apontam na direção de se procurar reativar o redesconto no Brasil como um importante instrumento de política monetária. Para tanto, o custo do redesconto que antes era corrigido pela taxa diária de financiamento dos títulos públicos (over-SELIC) passou a ser estabelecido pelas recém-criadas “Taxa Básica do Banco Central (TBC)” e a “Taxa de Assistência do Banco Central (TBAN)”, fixadas mensalmente pelo BACEN com percentuais diferenciados. Tais alterações, inspiradas no modelo alemão de redesconto (ver nota 32), objetivam reduzir a presença diária do BACEN no *open market* e dar maior liberdade para a formação das taxas de juros no mercado, dispensando o uso da zeragem automática no final do dia para equilibrar as carteiras das instituições financeiras.

mecanismo da zeragem automática. As críticas efetuadas no decorrer do texto têm implícitas uma interpretação sobre a relação entre tal mecanismo e o controle de liquidez na economia e sobre o próprio funcionamento dos instrumentos de política monetária, a saber:

- ◆ embora a oferta de moeda seja entendida como parcialmente endógena, a fixação da taxa de juros primária no Brasil com o mecanismo da zeragem automática aumentava sobremaneira a passividade da base monetária, em que, tal como num modelo horizontalista (que só é válido nas circunstâncias excepcionais do período pré-Real), o BACEN fixava a taxa de juros e acomodava plenamente as demandas por reservas das instituições bancárias; portanto, era tal mecanismo que tornava a oferta de moeda plenamente endógena no Brasil;
- ◆ ainda que as aplicações financeiras de um dia pudessem existir mesmo sem o mecanismo da zeragem automática, como assinalou Ramalho, a existência desse mecanismo ampliou em muito o desenvolvimento de aplicações de curtíssimo prazo no Brasil, tornando-se a peça-básica da institucionalidade da moeda indexada;
- ◆ a extinção da zeragem automática em um contexto de estabilização de preços é uma iniciativa importante para se retomar o controle da liquidez no Brasil, de modo a criar condições para que se adote uma política monetária mais ativa no País, via políticas discricionárias de taxa de juros, e para a redinamização das linhas de redesconto de liquidez, permitindo, neste caso, que o BACEN retome de forma mais efetiva sua função de emprestador de última instância ao sistema financeiro;
- ◆ a zeragem automática não é um substituto ágil e eficaz do redesconto, como sustenta Ramalho, uma vez que se trata de dois instrumentos de política monetária de natureza e funções distintas, e nem é um instrumento moderno de política monetária utilizado nos países desenvolvidos, mas sim fruto de uma circunstância específica de alta inflação e de fragilidade financeira do Estado no Brasil.

Pode-se sintetizar as diferentes posições sobre o debate “zeragem automática e o controle monetário” no Brasil da seguinte forma. A posição de Pastore, a partir de uma abordagem monetarista, é de que a oferta de moeda é originalmente exógena (a oferta de moeda é vertical no plano taxa de juros/quantidade de moeda, paralela ao eixo da taxa de juros), e o mecanismo da

zeragem automática a torna perfeitamente endógena. Portanto, a extinção deste mecanismo é necessária para se readquirir o controle da base monetária por parte do BACEN e para este voltar a adotar metas sobre agregados monetários como variável-meta de sua política. A posição de Ramalho, a partir de um enfoque horizontalista, é de que a oferta de moeda é originalmente endógena (a oferta de moeda é horizontal no plano juros/moeda, paralela ao eixo quantidade de moeda), e que, portanto, não é o mecanismo da zeragem automática que a endogeniza. Deste modo, a sua eliminação não diminui o fornecimento de reservas pelo BACEN ao sistema financeiro (que terá que ser feito de alguma maneira para acomodar suas demandas) e tampouco é recomendável, uma vez que a zeragem é tida como um instrumento ágil e moderno de política monetária (semelhante ao de vários países), sendo inclusive um substituto eficaz do redesconto.

Uma terceira posição, defendida neste artigo, a partir de uma perspectiva pós-keynesiana, é de que embora a oferta de moeda seja originalmente (parcialmente) endógena, criada pelas “forças de mercado”, a partir das necessidades de financiamento dos agentes econômicos e de suas decisões de portfólio, o Banco Central tem condições de controlar a liquidez da economia, dentro de certos limites, pois opera por meio dos bancos comerciais e estes têm capacidade de se contrapor aos objetivos da política do governo (a oferta de moeda é positivamente inclinada no plano juros/moeda), e o mecanismo de determinação de taxa de juros com zeragem automática torna a oferta de moeda perfeitamente endógena. A eliminação do mecanismo da zeragem automática, como já foi destacado acima, é tida como necessária para que o BACEN volte a ter algum controle sobre a liquidez da economia e possa, ainda, redinamizar as operações de redesconto de liquidez, permitindo que o mesmo adote uma política monetária mais ativa, tendo a taxa de juros como variável-meta.

Cabe, por último, um breve comentário a respeito de quais seriam as semelhanças e diferenças entre a primeira e a terceira posição, uma vez que as diferenças entre essas e a de Ramalho devem ter ficado claras no texto. Concorda-se com Pastore que o mecanismo da zeragem automática era a peça-básica que viabilizava a existência da moeda indexada e que tal dispositivo endogenizava a oferta de moeda no Brasil, e que, portanto, deve ser extinto para se readquirir o controle monetário no Brasil. Contudo, procurou-se mostrar, em primeiro lugar, que tal passividade foi resultado de uma forma específica de como se fixava a taxa de juros no Brasil com zeragem

automática em condições de alta inflação e que tal mecanismo foi fruto de uma contexto particular de grande instabilidade macroeconômica no País, e não simplesmente de uma política frouxa por parte do BACEN de permitir a conversão automática e sem risco dos depósitos de *overnight* em M1, como argumentou Pastore. Em segundo lugar, que este mecanismo teve uma certa funcionalidade em tal conjuntura, ou seja, de evitar a fuga de ativos financeiros domésticos para ativos reais ou de risco e a substituição da moeda corrente por moeda estrangeira, impedindo por meio da institucionalidade da moeda indexada o desencadeamento de um processo hiperinflacionário no Brasil, ainda que ao custo de uma forte imobilização na política monetária. Deste modo, o risco de fuga de ativos financeiros era, de fato, um fator potencial de instabilidade macroeconômica no País.

Por fim, embora concordando com Pastore acerca da necessidade de se eliminar a zeragem automática, dentro de certas circunstâncias específicas, discorda-se com relação à capacidade das autoridades monetárias controlarem exogenamente (e de forma quase absoluta) a oferta de moeda e também quanto à adoção de metas monetárias como variável-meta da política monetária. Pós-keynesianos preconizam a adoção da taxa de juros como variável-meta da política monetária via políticas discricionárias de juros que levem em consideração as condições de liquidez da economia, de modo a induzir modificações no portfólio dos agentes e afetar suas decisões de gastos, além da coordenação entre as políticas macroeconômicas (política monetária, fiscal e cambial), para que se possa, assim, alcançar determinados objetivos econômicos, como estabilidade e crescimento do produto e do emprego. No mundo real, mudanças monetárias têm efeitos reais e são profundamente “não-neutras”.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGOSTINHO DA SILVA, P. *A zeragem automática do mercado financeiro: uma visão alternativa*. São Paulo: USP/FIA, 1993 (mimeo).
- BELLUZZO, L.G.M. & ALMEIDA, J.S.G. Crise e reforma monetária no Brasil. *São Paulo em Perspectiva*, v. 4, n. 1, p. 63-75, jan./mar. 1990.
- BRANDÃO, C. A dívida pública interna, seus problemas e soluções - parte II. *Conjuntura Econômica*, p. 49-54, novembro 1989.
- CARDIM DE CARVALHO, F.J. *Mr. Keynes and the post keynesians*. Cheltenham: Edward Elgar, 1992.

- \_\_\_\_\_. Sobre a endogenia da oferta de moeda: réplica ao professor Nogueira da Costa. *Revista de Economia Política*, v. 13, n. 3, p. 114-121, 1993.
- CARGILL, T.F. *Money, the financial system and monetary policy*. New Jersey: Prentice-Hall, 1983.
- CARNEIRO, D.D. & GARCIA, M.G.P. Flujos de capital y control monetario bajo sustitución de dinero: la reciente experiencia brasileña. In: STEINER, R. (ed.), *Afluencia de capitales y estabilización en America Latina*. Bogotá: TM Editores, 1994.
- CARVALHO, C.E. Liquidez dos haveres financeiros e zeragem automática de mercado. *Revista de Economia Política*, v. 13, n. 1, p. 25-36, jan./mar. 1993.
- DAVIDSON, P. *Money and the real world*. Londres: MacMillan, 1978.
- \_\_\_\_\_. Endogenous money, the production process, and inflation analysis. *Economie Appliquée*, v. 41, n. 1, p. 151-169, 1988.
- DEUTSCHE BUNDESBANK. *The monetary policy of Bundesbank*. Frankfurt: Deutsche Bundesbank, outubro 1995.
- FRIEDMAN, M. The quantity theory of money - a restatement. In: FRIEDMAN, M. (ed.), *Studies in the quantity theory of money*. Chicago: University of Chicago Press, 1956.
- \_\_\_\_\_. The role of monetary policy. *American Economic Review*, v. 58, p. 1-17, março 1968.
- GARCIA, M.G.P. Política monetária e cambial: algumas lições do período 1991-1994. *Estudos Econômicos* v. 25, n. 3, p. 329-353, set./dez. 1995.
- GOODHART, C. Has Moore become too horizontal? *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 12, n. 1, p. 29-34, outono 1989.
- GORDON, R.J. (org.). *Milton Friedman's monetary framework - a debate with his critics*. Chicago: University of Chicago Press, 1974.
- KALDOR, N. *The scourge of monetarism*. Oxford: Oxford University Press, 1985.
- KASMAN, B. A comparasion of monetary policy operating procedures in six industrial countries. *Quarterly Review, Federal Reserve Bank of New York*, v. 17, n. 2, p. 5-24, verão 1992.
- MADI, M.A.C. *A política monetária no Brasil: uma interpretação pós-keynesiana*. Tese de doutorado. Campinas: UNICAMP/IE, novembro 1993.
- MENDONÇA DE BARROS, L.C. A moeda indexada: uma experiência brasileira. *Economia e Sociedade*, n. 2, p. 3-24, agosto 1993.
- MEULENDYKE, A. Can the Federal Reserve influence whether the money supply is endogenous? A comment on Moore. *Journal of Post Keynesian Economics* v. 10, n. 3, p. 390-7, primavera 1988.

- MINSKY, H.. *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press, 1986.
- MOORE, B. *Horizontalists and verticalists: the macroeconomics of credit money*. Cambridge: Cambridge University Press, 1988a.
- \_\_\_\_\_. The endogenous money supply. *Journal of Post Keynesian Economics*, v.10 n.3, p. 372-389, primavera 1988b.
- \_\_\_\_\_. A simple model of bank intermediation. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 12 n. 1, p. 10-28, outono 1989.
- NOGUEIRA DA COSTA, F. (Im)propriedades da moeda. *Revista de Economia Política*, v. 13 n. 2, p. 61-75, abr./jun. 1993.
- OGASAVARA, R.S. Conta do Tesouro do Banco Central. *Revista Brasileira de Economia*, v. 45 n. 2, p. 287-303, abr./jun. 1991.
- PASTORE, A.C. A reforma monetária do Plano Collor. In: FARO, C. (org.), *Plano Collor: avaliações e perspectivas*. Rio de Janeiro/São Paulo: Livros Técnicos e Científicos Editora Ltda., 1990.
- PAULA, L.FR. Dinâmica da firma bancária em alta inflação. *Revista de Economia Política*, v. 17, n. 1, jan./mar. 1997 .
- PAULA, L.FR. & SOBREIRA, R. O BC e o fim da zeragem automática. *O Globo*, p. 7, 26 de dezembro de 1995.
- \_\_\_\_\_. Política monetária, operações de mercado aberto e fim da zeragem automática: uma avaliação preliminar. *Indicadores Econômicos FEE*, v.23, n.4, p.121-130, jan./mar. 1996.
- RAMALHO, V. “Zeragem automática” no mercado aberto e controle monetário. *Estudos Econômicos*, v. 25, n. 1, p. 25-52, jan./abr. 1995.

---

O presente artigo é parte da pesquisa pelo projeto de Estudos da Moeda e Sistema Financeiro, realizada no Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, que conta com o apoio financeiro do CNPq. Agradeço a Fernando Cardim de Carvalho pelo estímulo dado para o desenvolvimento deste trabalho, a Jennifer Hermann, João Sicsú e Rogério Sobreira pelos comentários à primeira versão do texto e, ainda, as sugestões feitas por um parecerista anônimo. Erros e omissões, contudo, são de minha inteira responsabilidade.

(Recebido em março de 1996. Aceito para publicação em setembro de 1996).