

“ZERAGEM AUTOMÁTICA” NO MERCADO ABERTO E CONTROLE MONETÁRIO

Valdir Ramalho

Pesquisador da Fundação do Desenvolvimento Administrativo no
Instituto de Economia do Setor Público (Fundap/Iesp)

RESUMO

No fim do dia, o Banco Central do Brasil prontifica-se a preencher as necessidades de bancos que tenham excesso ou deficiência de financiamento para suas carteiras de títulos públicos. Conforme Pastore, tal procedimento torna o Banco Central incapaz de manter a base monetária sob controle. Este artigo coloca em questão a validade de seu argumento e a verdade de sua conclusão. Ademais, tece diversas considerações visando colocar os procedimentos operacionais em perspectiva adequada.

PALAVRAS-CHAVE

política monetária, dinheiro passivo, reservas bancárias, procedimentos operacionais

ABSTRACT

In the end of the day, the Central Bank of Brazil stands ready to meet the needs of banks that may have either excess or shortage of financing for their stocks of government securities. According to Pastore, that procedure renders the Central Bank unable to keep the monetary base under control. This paper questions the validity of his argument and the truth of his conclusion. Also, several considerations are advanced in order to put operating procedures in an adequate perspective.

KEY WORDS

monetary policy, passive money, bank reserves, operating procedures

Diversos economistas têm sugerido a extinção do mecanismo chamado "zeragem automática", inclusive nomes eminentes como Affonso Celso Pastore (1990, p. 164, 168, 169) e Celso Martone (1994, p. 123, 129, 132). O presente trabalho aborda os argumentos que servem de base à sugestão, procurando mostrar que não são válidos, bem como a tese de que o mecanismo impossibilita o controle monetário, visando expô-la como falsa. Diante disso, a "zeragem automática" assume uma imagem distinta: 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 de bancos centrais.

Boa parte deste trabalho rebate argumentos de um instigante artigo de Affonso Pastore (1990), de larga influência (e já criticado antes por CARVALHO, 1992, p. 165-174; 1993). Isto não implica negar os méritos do artigo, que aborda mais centralmente outros temas, e não é aqui resenhado nem apreciado na íntegra. Quanto a referências mais condescendentes à "zeragem automática", vejam-se passagens de José Júlio Senna (1994, p. 140-141) e (ambigüamente) de Dionísio Dias Carneiro (1994, p. 80-81, 93). Sérgio Werlang (1994, p. 159) faz rápida menção ao dispositivo como sendo necessário. Cabe notar que críticas mais antigas ao dispositivo já foram rebatidas em uma nota técnica por Francisco Amadeu Pires Félix (1988).

Este trabalho divide-se em nove seções, começando por uma exposição de razões contrárias à existência do mecanismo de "zeragem automática" (Seção 1) e por uma formulação do argumento de Pastore enfocando passividade da base monetária (Seção 2). Este primeiro argumento é apreciado na Seção 3. Em seguida, são abordadas expressões como "poder liberatório" e "preço" da liquidez (Seção 4) como etapa preliminar para reescrever o segundo argumento de Pastore. Este, que focaliza a expansão monetária gerada por meio da "zeragem automática", é exposto na Seção 5 e criticado na Seção 6. O resto do trabalho desenvolve raciocínio visando concluir que a tese da perda de controle monetário provocada pelo dispositivo de "zeragem automática" é falsa (Seção 7), discorre sobre o papel e as vantagens do dispositivo (Seção 8) e aponta sua proximidade com outros mecanismos, como o *go-around* e o redesconto (Seção 9).

1. AS RAZÕES CONTRÁRIAS À "ZERAGEM AUTOMÁTICA"

Tem-se usado o anglicismo "zeragem automática" para denominar determinado mecanismo pelo qual o Banco Central do Brasil assegura ao sistema financeiro o suprimento de reservas bancárias ao final do dia. Segundo

alguns, dever-se-ia extinguir o mecanismo, por duas razões: (1) ele torna passiva a base monetária, impedindo que o Banco Central a controle (PASTORE, 1990, p. 165, 169; MARTONE, 1994, p. 120, 122, 132, 134); (2) ele confere a certas aplicações financeiras altamente líquidas a natureza de moeda, sendo condição necessária para a existência de moeda remunerada ou indexada no Brasil (PASTORE, 1990, p. 169).

Essas afirmações causam tal impressão de óbvias, que dificilmente são apoiadas com argumentos. Um dos méritos do trabalho de Pastore é ser um dos poucos que desenvolvem uma explicação de como ocorreria a passividade da base monetária. Esta parte de seu trabalho tem duas qualidades que a tornam atraente ao leitor: é clara, e lança mão de idéias corriqueiras entre os economistas sobre as relações entre sistema financeiro e Banco Central. Em contraste, seu argumento em favor da segunda afirmação recorre a uma noção peculiar sobre o difícil tema da natureza da moeda, além de pouco esforçar-se para demonstrar que somente a “zeragem automática” pode produzir os resultados que ela supostamente gera (neste aspecto tendo sido logo criticado por CARVALHO, 1992).

Contudo, atraentes ou não, minha avaliação aqui é de que ambos os argumentos têm estrutura lógica defeituosa e, ademais, que as respectivas conclusões (ou seja, as razões mencionadas acima) são falsas.

Antes de passar adiante, vejamos um relato sucinto do mecanismo de “zeragem automática” (há outro em OGASAVARA, 1991, p. 292). O que se segue foi prestado por uma publicação oficial do Banco Central do Brasil, *Brasil Programa Econômico*, ao informar que o mecanismo tinha sido extinto em maio de 1990. Para fins de registro histórico, note-se que subscreve a tese da perda de controle monetário:

“Também no mês de maio, foi determinado às instituições financeiras, participantes do mercado aberto, que o Banco Central não mais se comprometeria a fornecer ou tomar os recursos porventura necessários ao fechamento de posições em títulos públicos do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic). Na prática até então, a despeito de não haver norma que assegurasse aquela atitude por parte da autoridade monetária, para maior tranquilidade dos negócios, estava implícito que o Banco Central restituiria, a cada dia, o equilíbrio necessário ao sistema.

(...) No esquema operacional até então vigente, caso as instituições carregadoras de títulos não conseguissem se financiar junto ao mercado, o Banco Central sancionava os saques no “over” como financiador automático para cobertura das carteiras de títulos públicos das instituições do mercado (“zeração” de posição). Como efeito, a política monetária tornava-se totalmente passiva, na medida em que era o público quem

determinava a quantidade de moeda na economia." (v. 25, junho de 1990, p. 49-50).

2. A QUESTÃO DA PASSIVIDADE DA BASE MONETÁRIA

Pastore defende sua tese descrevendo um caso exemplar (p. 162-3, 165) que pode ser resumido assim:

Suponha-se o surgimento, entre famílias e empresas, de expectativas de que a taxa de inflação supere a taxa nominal de juros das aplicações financeiras renováveis a cada dia (doravante mencionadas como "aplicações por um dia"). Em reação à iminência de retorno real negativo, os agentes resgatam parte dessas aplicações com a intenção de adquirir bens e serviços finais. Como resultado, parcela correspondente da carteira de títulos públicos mantida pelos bancos deixa de ser financiada pelo público não-financeiro. Para adequar o tamanho dessa carteira à menor disponibilidade de fundos, os bancos vendem o excesso de títulos ao Banco Central, lançando mão da promessa de recompra que este banco estabelece no dispositivo de "zeragem automática"

Ao readquirir os títulos, o Banco Central emite base monetária em função de iniciativa tomada imediatamente pelo sistema financeiro e, em última análise, pelos aplicadores neste sistema. Em cada dia em que isso ocorre, o Banco Central não pode deixar de atender à demanda adicional por fundos, uma vez que ele próprio se comprometeu a recomprar os títulos públicos do mercado secundário quando os vendedores estivessem querendo desfazer-se deles. Portanto, o exemplo mostra como a "zeragem automática" leva a um aumento da base monetária que o Banco Central não pode impedir. Conforme conclui Pastore, a expansão monetária torna-se inteiramente passiva.

O caso acima é bastante atraente à intuição profissional dos economistas, mas tem um defeito lógico óbvio: de um exemplo não se pode concluir sua generalização. Para eliminar esse defeito, reescrevo a seguir o raciocínio que Pastore parece ter pretendido; trata-se de um esforço não só para acrescentar-lhe premissas econômicas que tenham caráter geral (já que este é o caráter da conclusão), mas também para proporcionar as bases mais sólidas possíveis à tese de Pastore.

O argumento é o seguinte:

P1. Quando um agente econômico se compromete a comprar livremente um determinado tipo de bem a um preço designado previamente, as

quantidades compradas ficam sujeitas a alterações (comparativamente ao previsto ou à experiência passada) em função de deslocamentos na oferta e na demanda de outros agentes pelo bem. Logo, não podendo evitar tais deslocamentos, o agente não tem condições de estabelecer a quantidade de bens que retirará do mercado; e, conseqüentemente, não pode fixar o montante de despesa que terá.

- P2. Por meio do dispositivo de “zeragem automática” o Banco Central garante ao sistema financeiro que aceita recomprar, ao final do dia, os títulos públicos que as instituições possuidoras não tenham conseguido financiar com o setor privado. As recompras se fazem a uma taxa ditada antes que os negócios ocorram; os respectivos pagamentos pelo Banco Central resultam em emissão de base monetária.
- P3. Portanto, a “zeragem automática” faz do Banco Central um agente econômico enquadrado na situação descrita em P1.
- P4. De um dia para o outro, e até ao longo de um mesmo dia, a oferta pelo setor privado não financeiro de fundos para financiar as posições de títulos públicos do sistema financeiro pode aumentar e diminuir em conseqüência de mudanças em fatos ou previsões da taxa de inflação, das taxas de retorno de outras aplicações, bem como de alterações na confiança na política econômica.
- P5. Mudanças naquela oferta traduzem-se em maior ou menor demanda por títulos públicos por parte do sistema financeiro e, conseqüentemente, em menor ou maior venda de títulos públicos pelas instituições financeiras ao Banco Central por meio do mecanismo de “zeragem automática”
- P6. Por conseguinte, mudanças em fatos ou previsões da taxa de inflação, das taxas de retorno de outras aplicações, bem como de alterações na confiança na política econômica, impedem o Banco Central de fixar o montante de emissão da base monetária
- P7. Conclusão: enquanto existe o mecanismo de “zeragem automática”, o Banco Central fica impedido de controlar a base monetária.

3. AVALIAÇÃO DO ARGUMENTO SOBRE PASSIVIDADE MONETÁRIA

• O argumento acima ainda contém um defeito; contudo, agora não pode mais ser melhorado sem prejudicar a tese de Pastore. Ou a tese se confirma

verdadeira, mas em um sentido que a torna inócua, ou mantém um significado pertinente, mas o argumento não lhe dá apoio.

O defeito é uma ambigüidade a respeito da extensão do intervalo de tempo a que se referem demandas e ofertas de fundos, de títulos públicos e de base monetária. Consideremos primeiro o caso de intervalo de um dia, quando a tese se manifesta inócua; e depois o intervalo de um mês ou mais, quando a tese se mostra insuficientemente defendida pelo argumento fornecido por Pastore.

- 1) **Intervalo de um dia.** Para que o mecanismo de "zeragem automática" funcione como se pretende, o período de tempo durante o qual o Banco Central é obrigado a preestabelecer a taxa de juros associada a sua recompra de títulos públicos, em um nível que ele não pode alterar, é de um final de dia ou, no máximo, de um dia. Se a conclusão do raciocínio se refere à passividade da base monetária dentro do intervalo de uma dia, ela é a implicação correta do argumento de Pastore; mas, ao mesmo tempo, ela se revela de pouca ou nenhuma importância para a política monetária. Afinal, considerada a variabilidade das taxas de expansão monetária de que se tem experiência no Brasil e na quase totalidade dos outros casos de inflação grave, somente a partir de intervalos mensais é que se detecta alguma influência (bastante pequena) daquelas taxas sobre o ritmo da inflação; essa influência aumenta com a extensão do intervalo, tornando-se bem forte para intervalos de doze meses.

Para que a taxa de expansão da base de um dia qualquer viesse a ter importância em termos de impacto inflacionário, ela deveria ser tão alta que não pudesse ser desfeita ao longo de um ou dois meses. Dito de outro modo: exceto talvez em certos momentos das hiperinflações clássicas estudados por Cagan, a taxa de expansão da base monetária em períodos de um dia (e de uma semana ou quinzena) é destituída de relevância para explicação ou controle da inflação. Logo, a conclusão do argumento de Pastore, se interpretada como se referindo a passividade da base monetária ao longo de um intervalo de tempo tão pequeno, está longe de ter a importância que ele e muitos profissionais dão.

- 2) **Intervalo de um mês ou maior.** Pode-se entender a tese da passividade da política monetária supostamente provocada pela "zeragem automática" como se referindo à perda de controle sobre as taxas anuais, semestrais, trimestrais, ou pelo menos mensais, de expansão da base monetária. Neste caso, a tese expressaria um obstáculo grave à atuação do Banco Central no contexto de uma política antiinflacionária convencional. Porém, essa tese não se segue do argumento apresentado por Pastore. O argumento dá bases para se inferir passividade apenas em períodos de extensão de um dia.

Se o argumento tem a falha que aponto, por que então ganhou popularidade entre tantos economistas? Aventurando-me em conjecturas no terreno da sociologia da profissão, suspeito que, para muitos, a intuição os leve a perceber inteira ou enorme perda da capacidade de controlar a base monetária cada vez que constatarem algum elemento de passividade. Manifesta-se aí a influência de inúmeros e usuais livros-textos de macroeconomia (e mesmo de economia monetária) onde o processo de determinação da base monetária de fato não é discutido. A base é simplesmente apresentada como exógena, e isso dá a alguns a impressão de que não pode haver controle monetário quando a iniciativa de afetar a base parte dos agentes econômicos, e não do Banco Central. Mas a verdade é que é rara, se não impossível, a ausência de influência forte ou persistente da economia sobre a base monetária (esse tema será desenvolvido na Seção 7). Dito em termos mais frouxos, “a moeda é endógena”, mas alguns profissionais preocupados com a “zeragem automática” talvez andem à busca do paraíso perdido e ilusório da moeda “exógena”

Para encerrar esta seção, cabe mencionar que se poderia tentar reformular e salvar o argumento da passividade acrescentando uma premissa com a seguinte informação: o Banco Central fixa a taxa de juros da suas operações de recompra na “zeragem automática” em um mesmo patamar durante todos os dias de um mês (ou de um trimestre, ou de um período maior); ou dito melhor, fixa-a por tempo indeterminado, independentemente do que ocorra com o estoque de reservas bancárias. Desse modo se concluiria que a base se torna inteiramente passiva no período relevante para a política antiinflacionária. Mas não se deveria atribuir essa passividade especificamente à “zeragem automática”, pois se sabe que a escolha de uma taxa de juros fixa para meta intermediária, mesmo sem a presença daquele mecanismo, produz tal passividade. Ademais, o mecanismo não requer fixação da taxa de juros associada a recompras por intervalos de tempo maiores do que um dia.

Aliás, é conveniente mencionar aqui que vários economistas brasileiros interpretam a política de mercado aberto do Banco Central do Brasil dos anos 80 para cá como visando fixar uma taxa de juros real (a taxa de operações *overnight* entre instituições financeiras). Ao enunciado dessa interpretação quase sempre se segue a recomendação de que o banco mude e passe a visar metas monetárias. 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 dos anos 80 para cá como o *Bank of Canada*, o *Bundesbank*, o *Bank of England*, o *Bank of Japan*,

o *Reserve Bank of Australia* e ainda o *Federal Reserve* americano desde 1983 (WEINER, 1992, p. 55-6; KASMAN, 1992).

Aqueles profissionais confundem objetivo intermediário de política monetária com objetivo operacional ou procedimento operacional de um instrumento. Um objetivo intermediário consiste na escolha de uma taxa de juros ou de um agregado monetário, para o qual se estabelece previamente um nível, taxa de crescimento ou trajetória almejada, prevendo-se com isso afetar a inflação ou o nível de atividade (os chamados "objetivos finais"). Não se espera encontrar conexão visível entre objetivos intermediários e finais a não ser a partir de prazos como trimestres e semestres (metas mensais de agregados monetários não são insólitas, mas sua vantagem parece ser simplesmente de disciplinar a atuação do Banco Central).

Um objetivo operacional é uma taxa de juros de curtíssimo prazo (do mercado de reservas ou de fundos interbancários) ou um montante de reservas bancárias, o qual se maneja diretamente mediante instrumentos como operações de mercado aberto e redesconto; estes objetivos têm seu valor alterado mensalmente, semanalmente ou mesmo diariamente, em resposta às informações recebidas sobre a evolução da conjuntura (ver WEINER, 1992, p. 52-5).

Uma conhecida objeção à escolha de uma taxa de juros como meta intermediária alude a um grande risco de desestabilizar a renda nominal; mas isso não se aplica à taxa de juros como meta operacional de instrumento (sobre a eficácia de usar a taxa de juros como procedimento operacional de controle monetário, ver JUDD & MOTLEY, 1992).

4. "PODER LIBERATÓRIO", MOEDA E "PREÇO" DA LIQUIDEZ

O segundo argumento de Pastore, a ser visto na próxima seção, é consideravelmente obscuro. Para extrair do texto uma versão mais clara, foi necessário interpretar certas expressões ambíguas ou enganosas. Por isso, antes de colocar o argumento sob avaliação, é conveniente examinar questões levantadas por passagens de sentido difícil.

- 1) O artigo usa freqüentemente a expressão "poder liberatório", que literalmente não faz sentido nas frases onde é empregada. O sentido técnico da expressão diz respeito a certo tratamento **jurídico** da moeda - é comum que o aparato legal ou jurisprudência de um país privilegie algum dos tipos de dinheiro existentes na hora de se liquidar dívidas

estabelecidas em contratos que especificam pagamentos em dinheiro. O contexto do artigo indica que Pastore quer se referir a meios de pagamento ou a M1, que não podem ser identificados com “poder liberatório” se a expressão for usada corretamente. Por isso, traduzi as referências às aplicações por um dia, onde o texto diz que elas “adquirem poder liberatório”, pela asserção de que elas criam meios de pagamento.

- 2) De acordo com o texto de Pastore, certas aplicações financeiras do público não-bancário (são mencionadas as aplicações *overnight* em 1989, mas aparentemente as cotas de fundos de curto prazo da época também se incluíam), bem como as carteiras de títulos detidas por intermediários financeiros e casadas a compromissos de recompra tinham a propriedade de liquidez plena ou praticamente instantânea isto é, tinham tanta liquidez quanto o dinheiro tradicional pode ter. Adicionalmente, Pastore diz que esta propriedade não fazia aquelas aplicações e estes títulos constituírem “moeda indexada”, ou seja, moeda que remunera seu detentor. Era a “zeragem automática” que o fazia.

Como não há dúvida de que havia remuneração (independentemente da existência ou não de “zeragem automática”), o texto gera certa perplexidade ao sugerir a existência de haveres tão líquidos como moeda, mas sem serem moeda. Apesar disso, Pastore não se aventura a diminuir a conhecida vaguidade do termo “liquidez”. Ademais, em nenhum momento ele procura expor sua concepção da natureza da moeda. Ora, à primeira vista o texto de Pastore dá a impressão de querer responder a questão se a chamada “moeda indexada” é ou não é moeda; mas um argumento para fundamentar essa resposta tem que recorrer a premissas sobre uma concepção de moeda.

Se essa impressão representasse a realidade do texto, seria melhor ignorá-lo, como se deve tratar artigos que lançam teses estranhas ou paradoxais sem construir raciocínios em sua defesa. Felizmente, contudo, parece-me que o texto de Pastore pode ser entendido de maneira diferente. No essencial, a meu ver, Pastore não pretende delimitar quais tipos de ativos são ou não são moeda. Sua intenção principal é mostrar que a chamada “moeda indexada” gera expansão dos meios de pagamento sob certas condições, mas não sob outras; e para isso ele espera que lhe concedamos o pressuposto da importância crucial dos meios de pagamento tradicionais.

- 3) O texto também insiste que a “zeragem automática” “reduz a zero o preço da liquidez” presente nas aplicações por um dia. A afirmação é enigmática, pois não está claro para quem o preço se torna nulo, nem sequer especificamente de que preço se trata. E ela se torna mais difícil de entender quando certa passagem (p. 169) sugere que a moeda remunerada

é uma ocorrência excepcional do Brasil. A dificuldade vem de sabermos que também em outros países existem aplicações financeiras que podem ser convertidas em dinheiro a qualquer dia e sem "perdas de capital" (elas são populares nos Estados Unidos, por exemplo).

Vejamos alguns sentidos possíveis:

3.1) Será que a progressiva redução de prazos das aplicações financeiras que ocorreu no Brasil, aumentando a liquidez dessas aplicações, tornou nulo o preço dessa liquidez para o aplicador quando o prazo se reduziu a um dia, especialmente quando se instalou a "zeragem automática"? A resposta é não. O aplicador paga (dá uma contrapartida) por essa aplicação de curtíssimo prazo do mesmo modo que o fazia quando realizava aplicações mais longas: coloca à disposição do tomador o montante de fundos aplicados, permitindo que o tomador faça uso deles. Na linguagem econômica, o aplicador compra um título financeiro com alta liquidez; mas certamente o preço desse título não é zero — é igual ao montante aplicado. Que não poderia ser de outra maneira não é uma objeção a essa observação minha, mas uma indicação do caráter enigmático da expressão de Pastore. Prossigamos: será que o preço de obter fundos pelo prazo tão curto de um dia ficou nulo para o tomador? A resposta também é não, pois ele paga um determinado rendimento ao aplicador em troca do uso dos fundos.

3.2) Determinada passagem (p. 159) do artigo sugere que o tal "preço" seria uma "perda de capital" que o comprador de um título teria se o resgatasse antes do prazo. Parece que Pastore se refere a certa prática de mercado que consiste em cobrar uma multa ou penalidade do aplicador que pede resgate de um depósito a prazo fixo, por exemplo, antes da data de seu vencimento. A expressão "perda de capital" é imprópria, pois na grande maioria das vezes tudo o que acontece é uma ligeira redução do rendimento total do título, em comparação com o que a taxa de juros especificada inicialmente permitiria para o prazo efetivamente decorrido pela aplicação.

A penalidade é compreensível: o resgate antecipado pode gerar certos transtornos para a instituição vendedora do título, que contava com aqueles fundos em sua programação financeira. Mesmo assim, não é a única prática de mercado para esse tipo de evento. Quando as circunstâncias são outras, as instituições financeiras preferem cortejar os clientes e, assim, renunciam à cobrança dessa penalidade. Alternativamente (como o próprio Pastore percebe, a julgar pela seqüência à citada passagem), o mercado secundário do título pode ser extenso o bastante para que haja sempre compradores

no dia em que o dono do título quer vendê-lo; assim, este poderia se livrar do título antes do prazo de resgate e sem sofrer aquela penalidade. E a existência desse mercado pode levar o próprio emissor do título a aceitar recomprá-lo antes do prazo e sem cobrar a penalidade.

Portanto, tudo depende da relação entre oferta e demanda de fundos, não havendo qualquer inexorável razão econômica ou financeira que imponha a prática de tal penalidade.

- 3.3) De qualquer modo, o mais importante é que na citada passagem (p. 159) Pastore identifica liquidez de um título com a possibilidade de seu resgate **antes do prazo**. Este não é o caso das aplicações por um dia da experiência brasileira - elas sempre eram resgatadas **no prazo**, como contratado e esperado por ambas as partes. O seu tipo de liquidez era outro, consistindo em ter prazo curto. Portanto, não havendo pedido de quebra de uma cláusula do contrato de inversão ao ocorrer o resgate, não haveria por que esperar que alguém pagasse um “preço pela liquidez”, se este preço for identificado com a mencionada penalidade. O mesmo ocorria com parte considerável dos títulos públicos presentes nas carteiras das instituições financeiras, que não eram resgatados antes do prazo, mas vendidos ou comprados com pleno acordo de ambas as partes para a realização de uma operação inversa de compra ou venda no dia seguinte.

Nem mesmo o caso da “zeragem automática” se ajusta à citada penalidade (a ser presumivelmente cobrada pelo Banco Central), pois a essência do mecanismo é que o próprio banco se antecipa aos detentores de títulos públicos, declarando que está disposto a recomprá-los. É exatamente quem poderia se prejudicar com a quebra do contrato relativo à colocação de títulos entre os tomadores que renuncia à cláusula relativa a prazo. Seria como se um banco privado, e não seu cliente, se oferecesse para recomprar o CDB na posse do último.

- 3.4) No que se refere à “zeragem automática”, uma possível interpretação da questão do “preço da liquidez” é a seguinte: por meio do mecanismo, o Banco Central empresta fundos imediatamente disponíveis aos bancos, a uma taxa de juros barata. Contudo, este tipo de observação levaria à sugestão de que se elevasse essa taxa, não de que se eliminasse o mecanismo (afinal, não há vinculação necessária entre garantir financiamento ao final do dia e a taxa a que se faz a operação). Ademais, o fato é que o Banco Central do Brasil cobra taxas acima de mercado nesses financiamentos e paga taxas abaixo de mercado quando ele obtém fundos por meio da “zeragem

automática" Em um certo sentido, o Banco Central já cobra uma penalidade ou melhor, tira vantagem de sua posição monopolista de único provedor ou tomador de fundos no final do dia.

- 4) Quando esse assunto entra em discussão, alguns economistas declaram que um haver com plena ou alta liquidez, e praticamente sem risco, não deve ter rendimento positivo (real, ou quem sabe, até mesmo nominal). Mas por que deveria ser assim? Qual a base dessa regra? De que modo requisitos de prudência financeira, ou mecanismos inerentes às instituições do mercado de capitais, ou considerações de oferta e de demanda justificariam essa regra? Aqueles que a mencionam silenciam sobre qualquer fundamento econômico-financeiro para a mesma.

Naturalmente, as mesmas perguntas cabem aos economistas que sugerem que moeda, por natureza, não deve ser remunerada. Na ausência de explicações sobre tal natureza, tem-se a impressão que tais economistas simplesmente generalizam a dificuldade técnica de se remunerar um tipo particular de dinheiro, aquele de forma manual. Ou, quem sabe, tomam como fundamento de teoria monetária a tão imitada decisão do governo americano, nos anos 30, de proibir pagamento de juros sobre depósitos à vista no sistema bancário (sobre conseqüências, ver pelo menos KLEIN, 1974).

O fato, porém, é que remunerar dinheiro escritural se casa de uma forma simples e prática com a atividade bancária basta que o banco repasse parte do que cobra em seus empréstimos. Ademais, tal remuneração é uma prática freqüente ao longo da história até nosso tempo presente; está mal informado quem vê nisso mera ocorrência excepcional de um Brasil em crise de inflação aguda.

- 5) Uma regra semelhante, e igualmente sem fundamento, é a de que um haver com alta ou plena liquidez e retorno positivo deveria apresentar risco de perda do rendimento ou do principal. Ora, se houver grande demanda de fundos, mas os ofertantes só estiverem dispostos a poupar e a emprestá-los em troca de liquidez, retorno e segurança simultâneos, só se farão negócios nesses termos. E os tomadores de fundos aceitarão prover liquidez, retorno e segurança se tiverem oportunidades de retorno maior e compensador em determinadas operações com esses fundos. Alternativamente, os tomadores de fundos, e não os ofertantes, podem tomar a iniciativa de prover mais liquidez e mais segurança aos haveres de sua clientela, simplesmente porque não podem ou não querem pagar taxa de juros superior à que já pagam.

Instituições sólidas ou mercados secundários extensos têm condições de reduzir a um mínimo o risco de certas aplicações, sem retirar sua liquidez

e retorno. Assim, exceto em épocas de corrida bancária, os intermediários financeiros podem oferecer aquele conjunto de características às aplicações de seus clientes.

- 6) Os proponentes das duas regras discutidas acima fazem uma confusão. Sem dúvida, os manuais de finanças ensinam que há um *trade-off* entre liquidez, rentabilidade e segurança. Mas trata-se de um *trade-off* de graus contínuos (graus adicionais de uma dessas características sendo compensados por menos graus de outra), não de fatores discretos e dicotômicos (a presença de uma ou duas dessas características exigindo a ausência de alguma outra). E trata-se de um *trade-off* relativo, não absoluto. Dito melhor, o *trade-off* se dá na comparação entre pelos menos dois haveres (por exemplo, se um é mais rentável de que o outro, não é possível que tenha igual segurança e igual liquidez que o segundo), não da comparação das três características em um mesmo haver. Em princípio, não há qualquer obstáculo a que o ativo financeiro de segurança máxima e plena liquidez pague um retorno positivo, desde que os ativos de menor liquidez e maior risco permitam ao tomador remuneração ainda maior.
- 7) Ademais, assim como o progresso econômico na atividade industrial tem consistido em inventar formas de fabricar bens, na área financeira ele tem levado a uma nova tecnologia de serviços. No primeiro caso, surgem bens cada vez mais baratos e de melhor qualidade (como é o caso típico de computadores); no segundo, reduz-se cada vez mais o risco da cessão e do uso de fundos e torna-se mais ágil o deslocamento dos mesmos entre localidades ou entre clientes, permitindo mais imediata disponibilidade dos fundos, diminuindo os custos de transação (em outras palavras, aumentando o grau de liquidez dos valores mobiliários). Aliás, em grande parte essa tecnologia se deve à revolução dos computadores.

Diante disso, como considerar certas propostas de que o governo imponha aumento de risco ou redução de liquidez exatamente dos haveres financeiros que melhor proporcionam esses atributos? Até que apareçam razões mais sólidas a apoiá-las, é difícil escapar da impressão de que elas são motivadas por desconhecimento da extraordinária transformação que ocorre na área de serviços financeiros nos países desenvolvidos; ignoram também que as mudanças de costumes e instituições do mercado de capitais ocorridas no Brasil em boa parte refletem ou imitam similares mudanças externas (ressalvadas poucas adaptações a peculiaridades de nossas condições). A implantação de tais propostas privaria o consumidor e o empresário brasileiro do conforto e da qualidade de serviços que têm melhorado a vida dos cidadãos nos países civilizados, a pretexto de se praticar uma antiquada política monetária que “separe” moeda de poupança.

5. A QUESTÃO DA EXPANSÃO MONETÁRIA VIA "ZERAGEM AUTOMÁTICA"

Seja como for, exporei o segundo argumento de Pastore associando às aplicações por um dia a propriedade de ausência de "risco de perda" Para que esta não seja uma expressão inteiramente vazia, creio que deve ser entendida como aludindo a um risco tão pequeno quanto o dos depósitos à vista tradicionais.

Reformulado em prol de mais clareza, o segundo argumento de Pastore aparentemente consiste no seguinte:

- Q1. Moeda genuína é aquela que cumpre a função de meio de pagamento ou instrumento de troca, tal qual os componentes tradicionais de M1.
- Q2. Ao serem resgatadas, as aplicações financeiras do público que são renováveis por um dia somente criam moeda genuína (para a economia como um todo) se os resgates produzirem aumento do estoque global de moeda genuína.
- Q3. As aplicações por um dia têm a capacidade de criar moeda genuína somente se puderem ser resgatadas sem risco de perda para o aplicador.
- Q4. O mecanismo de "zeragem automática" é necessário para que o sistema financeiro possa permitir resgates das aplicações por um dia sem risco de perda para o aplicador.
- Q5. Primeira conclusão: somente o mecanismo de "zeragem automática" pode permitir que as aplicações por um dia tenham a capacidade de criar moeda genuína.
- Q6. Segunda conclusão: em princípio (isto é, na ausência do mecanismo de "zeragem automática"), as aplicações financeiras do público por um dia não se transformam em meios de pagamento (apesar de serem referidas freqüentemente como "moeda indexada").

6. AVALIAÇÃO DO SEGUNDO ARGUMENTO

Para não alongar mais este texto, abstenho-me de discutir a premissa Q1. E, se bem interpreto Pastore, não é seu objetivo entrar na discussão que ela suscita; ele espera que, ao menos para efeito de argumentação, os leitores

concedam-lhe Q1. Por outro lado, não há o que opor a Q2, que apenas esclarece o sentido de “criar” moeda genuína no contexto do argumento.

Para entender melhor a proposição Q3, consideremos o que, aparentemente, Pastore tem em mente. As movimentações de haveres com prazo de um dia somente aumentam os meios de pagamento quando os resgates superam as aplicações para a economia como um todo. A tentativa de obter um volume de resgates líquidos por parte dos aplicadores no agregado geraria uma deficiência de caixa para o sistema financeiro como um todo. Se o sistema não fosse compelido a pagar 100% de cada resgate pedido, limitando-se à obrigação de pagar resgates apenas ao que o permitissem as entradas de fundos em decorrência de novas aplicações, duas coisas aconteceriam: primeiro, os haveres estariam previamente associados a um risco de “perda” (ou, mais exatamente, de iliquidez, que poderia levar a perda), e a “perda” se concretizaria nas ocasiões de tentativas de resgates líquidos no agregado; segundo, o comportamento do sistema financeiro não permitiria que, de fato, o volume de desembolsos em resgates superasse a entrada de fundos resultante de aplicações. Logo, as aplicações de curto prazo estariam incapacitadas de criar meios de pagamentos tradicionais. Portanto, é necessário eliminar esse tipo de risco para que as aplicações por um dia tenham a capacidade de criar meios de pagamento.

Essa explicação permite duas interpretações da proposição Q3. Em um sentido ela é verdadeira, mas meramente por definição: ela nos diz que é necessário garantir a ocorrência de resgates líquidos na economia como um todo para se conferir às aplicações por um dia a capacidade de gerar moeda genuína. Em outro sentido, desta vez substantivo (quando “ausência de risco de perda” não é um mero sinônimo para “garantia de pagar resgates líquidos no agregado”), a proposição é obviamente falsa. Para que o sistema bancário tenha a capacidade de expandir os meios de pagamento mediante resgates líquidos das aplicações por um dia, de fato é necessário que, ou não surja falta de encaixes em decorrência deles, ou a deficiência de encaixes possa ser sanada. Mas esta condição não se identifica com a ausência de risco de perda para o aplicador.

Pois tal condição poderia ser satisfeita ao mesmo tempo em que se convivesse com o risco da existência de perdas (de rendimento ou de capital) por ocasião de resgates, mesmo para uma grande parcela de investidores. Considere-se, por exemplo, o risco de surgirem situações de iliquidez em algumas instituições (resultante da condução dos negócios individuais) ou em parcelas do sistema financeiro (em decorrência de condições regionais ou de mercados específicos). A ocorrência de tais situações não impediria que o volume de resgates efetivamente pagos na economia como um todo superasse o montante de aplicações.

Ademais, não é inexorável que aconteça conjunção de deficiência agregada de encaixes no sistema financeiro com resgates líquidos de aplicações por um dia no agregado; o acontecimento ou não depende de fatores diversos, tais como a existência de inflação e a sistemática de recolhimentos compulsórios. Por isso, a argumentação de Pastore está longe de bem amarrada. Por exemplo, quando os aplicadores pedem resgates de suas aplicações em troca de depósitos nas **contas à vista**, é muito provável que resgates líquidos no agregado não gerem deficiência de encaixes no sistema. Se o pensamento de Pastore está representado corretamente na proposição Q3, ele perde em generalidade ao enfatizar conversões de aplicações por um dia em **dinheiro manual** (CARVALHO, 1992, p. 173, 176, faz bem em chamar a atenção para este ponto).

Quanto à premissa Q4, é falsa. Isto pode ser visto com um contra-exemplo, ou seja, descrevendo como as aplicações por um dia poderiam existir, sem risco de perda para o aplicador, na ausência do dispositivo de "zeragem automática"; e, paralelamente, mostrando como se viabilizariam resgates líquidos para a economia como um todo. Para tanto é preciso distinguir entre situações normais e aquelas em que acontece uma corrida bancária. Para não alongar a exposição, o contra-exemplo dirá respeito somente a bancos.

Em situações normais, os bancos poderiam oferecer aos seus clientes aplicações por um dia sem risco de perda, adotando a mesma técnica de administração de depósitos à vista. Mais precisamente, eles estimariam a variabilidade diária dos fluxos de depósitos e retiradas, e com base nesta estimativa manteriam encaixes suficientes para cobrir os possíveis resgates líquidos. A única diferença com relação à presença de "zeragem automática" é que, ou a taxa real de retorno das aplicações seria menor, ou a taxa real de juros cobrada sobre os empréstimos bancários seria maior.

Em situações de corrida bancária, os bancos recorreriam ao redesconto ou ao saque de reservas compulsórias. Suponhamos, porém, que a regulamentação do Banco Central proibisse o acesso àqueles dois instrumentos, que seriam reservados somente para corridas sobre depósitos à vista. Nestas circunstâncias, os bancos mais afetados quebrariam, é claro. Como também quebrariam, se houvesse uma corrida contra, digamos, depósitos a prazo de seis meses, e o Banco Central tivesse adotado antes a mesma proibição. Mas isto mostra que um Banco Central é necessário para remediar problemas de corridas bancárias, não especificamente que o imprescindível seja a "zeragem automática"

Assim, em decorrência da falsidade das premissas Q3 e Q4, o argumento não permite inferir a verdade das conclusões Q5 e Q6. Aliás, o contra-exemplo que apresentei relativo à hipótese Q4 prova também a falsidade da conclusão Q5, ao mostrar que as aplicações por um dia poderiam existir na ausência do

dispositivo de “zeragem automática”, e que esta ausência não impediria a realização de resgates líquidos para a economia como um todo. A falsidade de Q6 também é evidente com base no mesmo contra-exemplo: desde que mantivesse nível adequado de reservas (ou recorresse a empréstimos do Banco Central), o sistema bancário poderia viabilizar resgates líquidos de aplicações por um dia para a economia como um todo, na ausência do dispositivo de “zeragem automática”

Para finalizar esta seção, uma conclusão prática: como Pastore acredita que o dispositivo de “zeragem automática” é necessário para que as aplicações por um dia (a “moeda indexada”) possam ter efeito monetário expansionista, não surpreende que ele recomende a extinção do dispositivo. Contudo, sua argumentação falha inteiramente ao propósito de fundamentar a sua crença.

7. A TESE DA PERDA DE CONTROLE E SUA FALSIDADE

Para muitos economistas, tem grande apelo intuitivo e soa notavelmente verossímil a tese de que o dispositivo de “zeragem automática” impede (ou, pelo menos, dificulta enormemente) a execução de políticas monetárias apertadas. Por trás dessa aceitação intuitiva está uma concepção de controle do processo de determinação da base monetária que consiste mais ou menos no seguinte: todo acréscimo ou redução da base ocorre por iniciativa autônoma e espontânea do emissor de base. Ora, de fato, as recompras de 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.

Mas a realidade do processo de controle monetário é outra. Em nenhum país onde exista um mínimo de sistema financeiro e de diversificação de atividades econômicas o Banco Central dá partida à maioria dos grandes movimentos de fundos com capacidade de alterar a base monetária. Mais freqüentemente, aquele banco reage a forças e influências advindas da economia. Por conseguinte, na maioria dos países desenvolvidos onde há controle monetário, a base monetária é determinada em conjunto pela atuação do Banco Central e pelas movimentações de carteira por parte do sistema financeiro (e, em última análise, por parte do público). Nisto, o Brasil não difere de outras terras.

Para colocar em perspectiva a relação entre controle monetário e o mecanismo de “zeragem automática”, é útil examinar em linhas gerais como se executa

esse controle no dia-a-dia. Por uma questão de simplificação, suponhamos que o regime de recolhimentos compulsórios é sincrônico (ou seja, os bancos têm que manter hoje um percentual de reservas bancárias sobre os depósitos à vista). Tradicionalmente, as intervenções do Banco Central nos mercados de reservas e de fundos de curtíssimo prazo são classificadas em dinâmicas ou defensivas. As primeiras visam alterar o curso da base monetária ou de outro agregado de liquidez de modo a conduzi-lo para uma nova trajetória tida como desejável. Essas operações são raras em comparação com as intervenções defensivas, que visam evitar que o curso do agregado se desvie do rumo que parecia tomar.

Em uma economia com um grau de sofisticação financeira igual à brasileira, um Banco Central tem que lidar com efeitos de freqüentes alterações nas carteiras do público e das instituições financeiras. A quantidade de dinheiro manual que o público deseja não é a mesma em uma sexta-feira e em uma segunda-feira, assim como difere entre um dia de pagamento de salários por grandes firmas e um dia comum; ademais, há superposições de dias de pagamentos com segundas ou com sextas. A cada dia, em horas diferentes, há coincidências de pagamentos ou recebimentos por parte de firmas grandes ou pequenas, que afetam fortemente as reservas de algum banco sem que apareça imediatamente uma contrapartida inversa concentrada em apenas um outro banco. São embolsos ou desembolsos relativos a vendas de mercadorias, compras de matérias-primas ou bens de capital; mas também relativos a operações com ações, mercadorias em bolsas, câmbio ou CDBs, pagamento ou recebimento de empréstimos. Decorrem de reações a fatos ou projeções sobre taxas de juros, preços de ações, crescimento de mercados específicos, ações de governos, falências de firmas, mudanças no tempo, atrasos em transportes ou entregas de bens ou valores, acesso ou não a certas notícias.

Em consequência disso, a cada hora e cada dia, ocorrem mudanças na distribuição do estoque de fundos na economia entre diferentes tipos de aplicações; e, como resultado, as necessidades de reservas compulsórias dos bancos superam ou ficam aquém do montante existente. Logo, é parte da rotina do Banco Central defrontar-se, ora com uma deficiência, ora com um excesso de reservas que surge à sua revelia. Mesmo que, por hipótese, os montantes agregados de depósitos à vista e de reservas se mantivessem constantes, a recomposição de depósitos entre bancos, individualmente ou regionalmente, faria com que uns se movimentassem na direção de elevar as taxas de juros de curto prazo e outros na direção de baixar; por sua vez, estes movimentos induziriam outros bancos e o público a alterar suas carteiras. Do ponto de vista do Banco Central, o curso das taxas de juros poderia não ser o desejado nem o esperado, assim como poderia não o ser a provável influência deste curso sobre a posterior expansão de empréstimos ou sobre a demanda por reservas.

Este é o momento de mencionar dois arranjos institucionais e suas conseqüências para o controle monetário. Em primeiro lugar, como a variabilidade dos depósitos à vista em cada banco individual levá-lo-ia a frenéticas inversões diárias de comportamento (ora desesperadamente em busca de reservas, ora inundando de fundos o mercado), é prática quase universal que os recolhimentos compulsórios sejam estabelecidos como uma média de reservas mantida por vários dias e calculada a partir de uma média de depósitos em uma ou duas semanas. Este arranjo elimina uma fonte de violentas flutuações nas taxas de juros, mas permite aos bancos maior latitude para sacar ou depositar reservas a cada dia; portanto, abre espaço para movimentações de reservas advindas de iniciativas dos bancos.

Em segundo lugar, há custos elevados e dificuldades a vencer na obtenção de informação atualizada sobre o estoque de depósitos à vista. Estes custos eram proibitivos antes dos recentes progressos de informática bancária. Por isso, outra prática usual é o regime de reservas defasadas, em que os recolhimentos bancários feitos em um período são calculados com base nos depósitos mantidos de uma a duas semanas atrás. Um importante efeito disso é que o montante de reservas compulsórias no período curto de alguns dias é predeterminado; logo, o Banco Central é muitas vezes obrigado a fornecer ao sistema financeiro um certo estoque de fundos imediatamente disponível, sob pena de forçar a quebra de alguns bancos.

Como se pode ver pelo exposto acima, a inter-relação entre o Banco Central e o sistema financeiro por intermédio do dispositivo de “zeragem automática” é a mesma que ocorre em geral entre aquele banco e o sistema bancário na ausência do dispositivo (esta semelhança será explorada com mais detalhe na próxima Seção 8). Em ambos os casos, decisões de administração de carteira levam instituições financeiras a movimentar reservas bancárias; em ambos os casos o Banco Central nem sonha em frustrar tais movimentações, pelo menos se não pretende quebrar direitos que as regras do arranjo institucional assinalam às instituições. 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.

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. Para ver isto, suponhamos uma economia onde não há “zeragem automática” e nem sequer aplicações de curto prazo para o público. Suponhamos que surjam expectativas de inflação mais alta, e que se mantenha constante a taxa nominal de juros paga às aplicações de longo prazo. Aparentemente, os críticos do mecanismo pensam que em uma situação assim os agentes econômicos

estariam inteiramente presos em suas aplicações de longo prazo, de modo que a mudança de expectativas não poderia afetar a política monetária.

Mas o fato é que, se essa economia for suficientemente extensa e diversificada, e se os bancos conhecerem um mínimo de administração financeira, todo dia existirá um ponderável volume de aplicações de longo prazo vencendo. Impulsionados pela mudança de expectativas, os agentes econômicos deixarão de renovar as aplicações vencidas, sacarão parte dos depósitos à vista, e procurarão investir em ativos reais. Além disso, consumidores, e sobretudo experientes comerciantes e industriais, tenderão a tomar empréstimos adicionais. O resultado dessas ações será um crescimento das necessidades de reservas do sistema bancário. Apesar de não existir a "zeragem automática", o Banco Central terá que garantir a disponibilidade de reservas (digamos, via operações de mercado aberto); do contrário, alguns bancos sofrerão crise de liquidez ou quebrarão.

Em suma, 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.

Ao contrário do que alguns pensam, o controle monetário se exerce por meio de intervenções do Banco Central **em resposta** a forças advindas do mercado. Limitemo-nos a um único instrumento, as operações de leilão informal de fundos ou de "giro ou rodeio pelo mercado" ("go-around"), supondo que a meta intermediária da política monetária é formada por alguns agregados monetários (incluindo pelo menos a base monetária e os meios pagamento tradicionais), e não por alguma taxa de juros de empréstimos ao consumo ou ao investimento; e supondo, ademais, que o regime operacional do leilão informal é de taxa de juros (a qualquer momento que quiser o Banco Central anuncia uma taxa de juros de sua escolha, válida por alguma fração de hora, e declara que, neste intervalo de tempo e a esta taxa, está disposto a emprestar ou tomar emprestado reservas bancárias por um certo prazo). Usemos o nome de "taxa de rodeio" para essa taxa de juros, ignorando que a um dado momento existe em potencial uma estrutura de taxas, dependendo dos prazos dos empréstimos.

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.

Constatando que o curso das taxas de juros de curto prazo ou de alguma medida de reservas desvia-se do desejado, o Banco Central reage procurando induzir escolhas do sistema financeiro e do público que compensem os desvios. Ao decidir por uma taxa de rodeio mais alta ou mais baixa, e ao realizar tantos leilões quanto quiser, o Banco Central encoraja ou desencoraja certas recomposições de carteira no sistema financeiro.

Por exemplo, suponhamos que em um final de dia as reservas cresceram mais do que o esperado. Na manhã do dia seguinte o Banco Central procurará realizar leilões de tomada de fundos, visando enxugar a liquidez do mercado. Além disso, possivelmente fará os leilões com taxas de rodeio mais elevadas que no dia anterior, para influenciar as taxas de captação de fundos pelos bancos. O que o gerente dos leilões pretende é que os bancos atraiam junto às empresas mais financiamento e, assim, possam carregar uma carteira de títulos maior do que no dia anterior. Se o resultado não for satisfatório, ele elevará as taxas de rodeio ainda mais no terceiro dia.

Este exemplo obviamente se aplica às operações de “zeragem automática” O que preocuparia o Banco Central não é o fato de que todo dia reservas são colocadas no sistema como resultado dessas operações; a interação entre Banco Central e sistema financeiro exige que existam algumas formas de colocação de reservas. Mas o banco se preocuparia caso o montante colocado em determinado dia superasse o esperado, e reagiria procurando compensar o acréscimo e criar condições que evitassem sua repetição.

8. O PAPEL E AS VANTAGENS DO DISPOSITIVO DE “ZERAGEM AUTOMÁTICA”

Não há dúvida de que o assunto deste trabalho está estreitamente relacionado com a questão de se as aplicações por um dia são ou não são depósitos à vista remunerados. Feliz ou infelizmente, escapa aos limites de tempo e espaço tentar respondê-la. Todavia, qualquer que seja a resposta, é inegável que aquelas aplicações funcionam como depósitos à vista no que se refere à propriedade de estarem disponíveis para saque a cada dia (chamemo-las, por isso, de “quase-dinheiro escritural”). Sendo assim, o estoque de títulos públicos que, no ativo dos bancos, constituem a contrapartida parcial ou total dessas aplicações funciona como reservas bancárias remuneradas.

Sua qualidade de reservas (por exemplo, quando existe a "zeragem automática") consiste no fato de que os títulos podem ser transformados imediatamente em caixa pelos bancos, quando os fundos correspondentes na forma de aplicações do público não acorrem aos bancos ou são retirados. Isto é o mesmo que se dá com as reservas sobre depósitos à vista quando há um saque líquido destes depósitos, ou quando um banco eleva seus empréstimos esperando um aumento nestes depósitos que não se materializa. Até certo ponto os títulos públicos são reservas compulsórias, já que muitas vezes a legislação referente a cada tipo particular de quase-moeda escritural prescreve uma porcentagem obrigatória de aquisição de títulos públicos sobre os fundos fornecidos pelo público. Compulsórias ou não, chamemo-las de "reservas acessórias" a partir de agora.

Tendo em vista as considerações acima, não admira que a atuação do Banco Central no mecanismo de "zeragem automática" seja passiva; isto mostra que o comportamento das reservas acessórias é, em notável extensão, idêntico àquele das reservas bancárias principais. Quando o comportamento do público em conjunto com as opções de administração financeira dos bancos faz com que surja um desajuste entre o saldo de depósitos à vista e o montante de reservas voluntárias ou compulsórias, parte dessas reservas são sacadas. A um Banco Central confiável e que opere sem sobressaltos só resta sancionar o saque, independentemente de que considere essa movimentação compatível ou não com seus planos de política monetária. Mas isso é exatamente o que ocorre quando o desajuste entre montantes de quase-dinheiro escritural e reservas secundárias leva as instituições financeiras a recorrer à "zeragem automática"

A esta altura, não é preciso tecer outras considerações para repetir que a "zeragem automática" de modo nenhum constitui impedimento ou enorme dificuldade à execução de uma política monetária ativa, pois seu efeito é o mesmo da passividade das reservas bancárias convencionais, que não prende a atuação do Banco Central nem impossibilita o controle da quantidade de meios de pagamento.

Há uma diferença entre as reservas acessórias e as reservas convencionais que vale a pena analisar. Ao conceder liquidez diária aos títulos públicos, o instituto da "zeragem automática" estende para todas as instituições que possuem aqueles títulos algo igual à faculdade de possuir encaixes sacáveis no Banco Central. Em primeiro lugar, isso significa tratar em boa parte como bancos instituições financeiras que não o são. Tal fato coincide com a tendência, desde início dos anos 80 nos países avançados, de dar fim à separação institucional rígida e ao tratamento marcadamente diferenciado entre bancos e instituições financeiras não bancárias. Não cabe aqui apreciar essa tendência, mas certamente os proponentes da eliminação da "zeragem automática" não

podem dizer que favorecem a modernização do sistema financeiro brasileiro. O Banco Central “clássico” que querem implantar assume mais o espírito da Lei do Sistema Financeiro Nacional de 1964 (nº 4595; 31 de dezembro) do que da lei norte-americana “*Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act*” (DIDMCA) de março de 1981.

Em segundo lugar, isso significa aumentar o grau de concorrência sobre os bancos, além de diminuir enormemente a dependência que as instituições financeiras não bancárias sofrem dos bancos quando não existe a “zeragem automática”. Na ausência da “zeragem automática”, os bancos são os provedores de encaixe para as outras instituições, pois são os únicos com acesso, no Banco Central, a fundos disponíveis imediatamente. Mesmo ao buscar encaixes em bancos, uma instituição não bancária tem consideravelmente maior poder de barganha quando pode lhes oferecer reservas bancárias do que quando não pode. Isso se casa com o conhecido fato de que a organização de Banco Central “clássico” faz deste um privilégio dos bancos, ao lhes destinar com exclusividade os benefícios do redesconto e dos saques à vista sobre o criador último de dinheiro. Por conseguinte, a extinção da “zeragem automática” leva os demais intermediários financeiros mais uma vez a competir com o sistema bancário em situação de inferioridade. É duvidoso que este fortalecimento dos bancos se dê em benefício do público.

O leitor cuja especialidade não é economia monetária notará que nada se disse ainda sobre um detalhe: e quanto ao fato de que as reservas secundárias são remuneradas, diferentemente das reservas convencionais? Os economistas monetários (por exemplo, AUERBACH, 1988, p. 648, 665) vêm há muito tempo propondo que os bancos centrais paguem uma taxa de retorno sobre as reservas bancárias, alegando que isto retiraria um certo viés na administração bancária, eliminaria distorções na alocação de capitais, e melhoraria o controle monetário (TOBIN, 1960, é um dos pioneiros da proposta). Foge aos limites deste trabalho, quer rever a literatura pertinente, quer resenhar argumentos sobre este tema. Basta registrar aqui que a presunção, por parte de pelo menos parcela importante da profissão, é de superioridade das reservas remuneradas sobre as não remuneradas (a título de ilustração, os bancos centrais de países como a Austrália e a Nova Zelândia pagam juros sobre as reservas bancárias convencionais).

Seja como for, reflitamos um pouco sobre a queixa de alguns economistas brasileiros de que nosso sistema bancário há tempos parou de constituir reservas bancárias convencionais voluntárias sobre depósitos à vista, limitando-se a operar com os recolhimentos compulsórios. Dentro de tradição eminentemente verde-amarela, já se sugeriu até que a legislação de nosso País obrigue os bancos a manter reservas voluntárias (*Gazeta Mercantil*, 16 de janeiro de 1995, p. 15). Ora, é fácil perceber que, à medida que sobe ou a taxa

de inflação ou a taxa de juros de mercado para empréstimos, a constituição de reservas não remuneradas resulta em perdas cada vez maiores para o sistema bancário; uma reação natural é trabalhar apenas com as reservas compulsórias, ainda que o nível ou a sistemática operacional destas possa eventualmente não ser adequada pela ótica de um administrador de bancos conservador.

A julgar por esse tipo de reação, o fim da "zeragem automática" fará com que os bancos troquem o montante de reservas acessórias que costumavam manter por um montante menor de reservas convencionais voluntárias. Isto significa que o risco de iliquidez sistêmica assumido pelos bancos se tornará maior. Naturalmente, esse tipo de risco também recai sobre o Banco Central, já que é função essencial deste ser banco dos bancos; e quando tal risco se materializa em situações concretas, recursos da autoridade monetária são utilizados para debelar a crise. Por conseguinte, o Banco Central de fato se beneficia com a existência do dispositivo de "zeragem automática", ao reduzir as chances de imprudência bancária generalizada (naturalmente, o benefício é tanto maior quanto mais altas forem as taxas de inflação e de juros, as quais incentivam os bancos a economizar reservas).

Não foi este benefício, contudo, que motivou a implantação do dispositivo. Parece mais provável que estrategistas das operações do Banco Central tenham percebido certas conseqüências de uma inflação aguda e do esgotamento da capacidade da economia brasileira financiar déficits públicos (bem como, mais tarde, da crescente desconfiança sobre a inclinação do governo brasileiro em honrar sua dívida pública). As experiências de inflação aguda e de hiperinflações mostram com uma clareza fora do comum como os agentes econômicos evitam haveres financeiros de prazo longo, horrorizados com os riscos de perdas associadas ao nível e à variabilidade da inflação. No Brasil, estes riscos foram ampliados pela latitude com que sucessivas administrações federais manipularam elementos da sistemática das aplicações financeiras, em prejuízo dos investidores. Ademais, a capacidade de poupar no Brasil mostrou-se aquém das necessidades de financiamento do setor público brasileiro, especialmente a partir de 1980 ou 1981 (quando os bancos internacionais deram-se conta da fragilidade das finanças do País).

Foi fácil ao Banco Central perceber que essas condições lhe impediam de colocar volumes maciços de títulos federais (com os prazos de praxe) ao público, a menos que admitisse elevação das taxas de juros muito além do que ele pretendia (e cujo nível já gerava veementes protestos de políticos e economistas no início dos anos 80). Por outro lado, seria viável vender os títulos se eles proporcionassem aos compradores a tão desejada liquidez. Ademais, os economistas daquele banco compreenderam que a venda de, digamos, um título de 90 dias valendo 100 unidades monetárias (u.m.) enxuga a liquidez da economia neste valor até o vencimento do título; se o título for

vendido com prazo renovável de um dia e permanecer nas mãos do público pelo período de 90 dias seu enxugamento terá sido no mesmo montante e na mesma duração. Ou seja, do ponto de vista de impacto monetário, importa a duração efetiva ou econômica da aplicação, não o prazo legal ou formal.

Não parecia conveniente nem necessário lançar títulos federais de prazo quinzenal, semanal ou diário; uma alternativa simples seria o Banco Central garantir aos compradores a recompra diária, em termos previamente definidos, de títulos com os prazos tradicionais. É óbvio que, se o Banco Central vende hoje, digamos, 150 u.m. de títulos de 60 dias, e recompra amanhã 50 u.m. deles, o enxugamento monetário ao longo dos próximos 60 dias não será de 150 u.m., mas poderá ser, digamos, de pelo menos 100 u.m., se esse for o estoque mínimo que não for recomprado naquele período de tempo. O mais importante é que o custo do enxugamento em termos de juros para o setor público será menor do que na alternativa de colocar de modo definitivo títulos longos e indesejados.

O que esse raciocínio sugere, portanto, é que o mecanismo de “zeragem automática” ajudou o Banco Central a controlar a moeda e a diminuir o custo da dívida pública. Isso não é de surpreender, pois, ao instituir esse mecanismo, o Banco Central reduziu o risco da dívida pública para os investidores. Observe-se a semelhança desse aspecto da “zeragem automática” com instrutivo episódio da economia brasileira entre 1983 e 1986. Naquela época, os opositores aos sucessivos ministros da fazenda Delfim Netto e Dornelles reclamavam das taxas de juros altas que os títulos da dívida pública pagavam. A solução adotada pelos críticos quando assumiram o poder foi criar as Letras do Banco Central, em 1986, um título que baixava as taxas de juros pela redução de seu componente de risco, ao garantir remuneração de acordo com as flutuações do custo de financiamento das carteiras do sistema financeiro.

9. DO “GO-AROUND” E DO REDESCONTO À “ZERAGEM AUTOMÁTICA”

É lugar comum que as operações de mercado aberto são o mais poderoso e flexível instrumento de controle monetário. Poucos não-especialistas sabem que a flexibilidade e agilidade deste instrumento foi enormemente acrescida nos países desenvolvidos por uma inovação bem mais recente e altamente eficaz, o “rodeio de mercado” (“*go-around*”). Ao efetuar um rodeio, o Banco Central realiza vendas de títulos públicos vinculadas a recompras ou efetua compras vinculadas a revendas. No Brasil, segundo informações orais, essa técnica de controle passou a ser usada a partir de 1984.

Alguns economistas dão a impressão de simplesmente identificar a "zeragem automática" com a emissão de compromissos de recompra ou revenda pelo Banco Central. Contudo, supondo que "restaurar um Banco Central clássico" (a proposta dos críticos da "zeragem") não signifique abdicar de técnicas atualizadas, os rodeios continuarão a existir. Mas, neste caso, o fim da "zeragem automática" poderá forçar o Banco Central a utilizar mais intensamente os rodeios (como aconteceu em 1990). Em consequência, o mesmo volume de liquidez que a "zeragem" proporcionava será fornecido aos bancos como um todo, embora agora de uma forma mais sujeita a erros de avaliação. Por que isso pode acontecer se verá a seguir.

A essência da "zeragem automática" é que, em vez de tomar a iniciativa das recompras de títulos, como o faz no rodeio, o Banco Central coloca-se à disposição no final do dia para atender a iniciativas por parte do sistema financeiro. Mérito adicional pode ou não ser encontrado no dispositivo, dependendo de adotar-se uma ou outra das duas visões seguintes do controle monetário. Conforme a primeira, o Banco Central conhece bem a situação do mercado de fundos de curto prazo de cada dia, e sabe quais são as intenções das instituições financeiras. Neste caso, aquele banco é capaz de calcular diariamente que montante de reservas proporciona a combinação ótima entre as necessidades do sistema e o grau de aperto monetário desejado. Por isso, tudo o que este órgão deveria fazer seria fornecer esse montante de reservas ao sistema. Um bom desenho de Banco Central deveria livrá-lo das complicações operacionais que permitem variações de reservas à revelia dos planos do gerente de mercado aberto. Poucos percebem que, por este raciocínio, a primeira a ser extinta poderia ser o redesconto, 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.

Conforme a outra visão, o Banco Central opera em um ambiente de considerável incerteza durante um dia ou semana. Na maior parte do tempo e dos casos, ele não sabe as intenções das instituições financeiras e ignora inteiramente seus problemas mais íntimos de administração de ativos e passivos; dos mercados de fundos tem acesso apenas a uma bateria de indicadores, onde pode observar alguns dos movimentos financeiros que estão ocorrendo - talvez os principais, mas não os únicos. E, dentro de uma faixa larga de possíveis montantes de reservas para um dado dia, não pode distinguir qual seria o ótimo mencionado acima.

Neste caso, as operações de "zeragem automática" fornecem-lhe informações valiosas sobre o desconhecido e real estado do mercado financeiro, pois elas refletem decisões espontâneas do sistema em reação a fatos que o banco ignora. É óbvio que tal reflexo não apareceria se todas as movimentações de reservas

resultassem de decisões bem-sucedidas tomadas na mesa de operações de mercado aberto - as estatísticas monetárias do Banco Central seriam somente um espelho do comportamento do próprio banco. Em contraste, as operações da “zeragem automática” são efeito do mercado; suas informações permitem ao Banco Central checar o quadro que ele próprio faz do que ocorre fora de si. Imagine-se, por exemplo, o valor de constatar que hoje o volume de recompras pelo Banco Central aumentou, quando se pensava que havia fundos de sobra para o mercado se financiar sozinho.

Note-se que o redesconto não pode cumprir a contento essa função; não só porque é mais formal, mas sobretudo porque (como lembrou FÉLIX, 1988, p. 6) carrega o estigma de que seu uso por um banco deve ser ocasional e representa admissão de dificuldades graves. Por isso, as movimentações de empréstimos e amortizações no redesconto não refletem abertamente o livre e espontâneo interesse das instituições financeiras. Recorrer ou não à “zeragem automática”, ao contrário, não provoca estranheza nem desperta suspeitas de insolvência, sendo encarado mais tranqüilamente como uma opção de negócios. Além disso, diferentemente do redesconto, o dispositivo permite não só colocação imediata de fundos no mercado, como retirada (FÉLIX, 1988, p. 6). Também, diferentemente, é um “vazamento” administrado pela gerência de mercado aberto, o que permite tornar mínimo o potencial conflito com o objetivo de controle monetário (como percebeu SENNA, 1994, p. 140). Visto sob esse ângulo, o mecanismo de “zeragem automática” revela-se um substituto ágil e eficaz do redesconto (WERLANG, 1992, p. 159, e SENNA são dos poucos a notar semelhança entre esse mecanismo e o redesconto).

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AUERBACH, Robert. *Money, banking, and financial markets*. 3rd. ed., New York: MacMillan, 1988.
- CARNEIRO, Dionísio Dias. Adaptação inflacionária, política monetária e estabilização. In: VELLOSO, João Paulo dos Reis, *Inflação, moeda e desindexação*. São Paulo: Nobel, 1994, cap. 4, p. 77-97. (Coleção Fórum Nacional)
- CARVALHO, Carlos Eduardo. Liquidez e choques antiinflacionários. In: BELLUZO, Luiz G. & BATISTA JUNIOR, Paulo N. (orgs.), *A luta pela sobrevivência da moeda nacional*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1992, cap. 5, p. 126-203.
- CARVALHO, Carlos Eduardo. Liquidez dos haveres financeiros e zeragem automática: uma crítica às posições de Pastore. *Revista de Economia Política*, v. 13, n. 1, p. 25-36, jan.-mar. 1993.

- FÉLIX, Francisco Amadeu Pires. *Por que o mercado não se 'zera' sozinho?* Rio de Janeiro, 1988; p. 1-7. (fotocópia)
- JUDD, John & MOTLEY, Brian. Controlling inflation with an interest rate instrument. *Economic Review, Federal Reserve Bank of San Francisco*, n. 3, p. 3-22, 1992.
- KASMAN, Bruce. A comparison of monetary policy operating procedures in six industrial countries. *Quarterly Review, Federal Reserve Bank of New York*, v. 17, n. 2, p. 5-24, Summer 1992.
- KLEIN, Benjamin. Competitive interest payments on bank deposits and the long run demand for money. *American Economic Review*, v. 64, n. 6, p. 931-949, Dec. 1974.
- MARTONE, Celso. A restauração da política monetária. In: VELLOSO, João Paulo dos Reis, *Inflação, moeda e desindexação*. São Paulo: Nobel, 1994, cap. 6, p. 115-134. (Coleção Fórum Nacional)
- OGASAVARA, Roberto. Conta do Tesouro no Banco Central. *Revista Brasileira de Economia*, v. 45, n. 2, abr./jun., p. 287-303, 1991.
- PASTORE, Affonso Celso. A reforma monetária do Plano Collor. In: Faro, Clovis de (org.), *Plano Collor: avaliações e perspectivas*. São Paulo: LTC - Livros Técnicos e Científicos, 1990, p. 157-174
- SENNA, José Júlio. Entraves ao controle monetário no Brasil. In: VELLOSO, João Paulo dos Reis, *Inflação, moeda e desindexação*. São Paulo: Nobel, 1994, cap. 7, p. 135-147.
- TOBIN, James. Towards improving the efficiency of the monetary mechanism. *Review of Economics and Statistics*, v. 42, n. 3/Part I, p. 276-274, Aug. 1960.
- VELLOSO, João Paulo dos Reis (org.) *Inflação, moeda e desindexação*. São Paulo: Nobel, 1994. (Coleção Fórum Nacional)
- WEINER, Stuart. The changing role of reserve requirements in monetary policy. *Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City*. v. 77, n. 4, p. 45-63, 1992.
- WERLANG, Sérgio. Sugestões para uma política antiinflacionária no Brasil. In: VELLOSO, João Paulo dos Reis (org.) *Inflação, moeda e desindexação*. São Paulo: Nobel, 1994, cap 8, p. 149-168. (Coleção Fórum Nacional)

A versão inicial (de 19 jan. 95) foi discutida com Arno Meyer, Eduardo Nakao, Francisco Amadeu P. Félix, Maria Luiza L. Pahim e Paulo Mallmann, aos quais o autor agradece. Apesar de óbvio, convém lembrar que o texto não visa expressar posições de comentaristas nem de quaisquer instituições.

(Recebido em fevereiro de 1995. Aceito para publicação em setembro de 1995).