

O controle monetário sob inflação alta

Márcio Gomes Pinto Garcia¹

27/05/1993

Boa parte dos economistas acredita que se tem que adotar um estrito controle monetário para se debelar uma inflação já beirando aos 30% a.m.. Esta é uma conclusão equivocada no caso brasileiro: a tentativa de estabelecer um controle monetário estrito, uma âncora monetária, sem um plano anti-inflacionário completo que contemple um sério ajuste fiscal, pode redundar na hiperinflação. Esta não sobreveio ainda exatamente pela passividade da política monetária.

O dia-a-dia da Política Monetária

O único agente que cria ou destrói base monetária (a soma do papel moeda em circulação e das reservas bancárias) é o Banco Central (BC). O valor da base monetária e de seus componentes dependem basicamente da inflação, e em segundo plano, de alguns parâmetros fixados pelo BC. A dependência do tamanho da base monetária em relação à inflação explica-se pelo comportamento racional de todos os cidadãos brasileiros que têm acesso às aplicações financeiras de curto-prazo, os quais estão cotidianamente preocupados em não deixar mais do que o dinheiro estritamente necessário no bolso. O mesmo se dá com os bancos, que mantêm junto ao BC apenas as reservas bancárias, que não rendem juros, estritamente requeridas pela alíquota do compulsório.

A atuação do BC

Diariamente, o BC atua no mercado de dinheiro (reservas bancárias), provendo ou tomando dinheiro. O mercado onde se operam tais transações entre o BC e os bancos é denominado de mercado aberto (*open market*). As operações de aumento ou diminuição de reservas do sistema bancário são feitas através da compra ou venda pelo BC de títulos públicos. Ou seja, no *open market* trocam-se títulos públicos por reservas bancárias. As reservas bancárias, que servem de unidade de transação entre as instituições do mercado aberto, são papel-moeda escritural: os bancos não trocam dinheiro vivo, mas apenas lançamentos contábeis. As operações de *open market* acima descritas são corriqueiras em vários países, não se constituindo em novidade tupiniquim. O que é diferente no Brasil é que a inflação perene e elevada hipertrofia a ação do Banco Central.

¹ Professor do Depto. de Economia da PUC-Rio.

Oversold e undersold

Todos os dias, antes da abertura do mercado aberto, às 9h, o BC tem uma estimativa das necessidades líquidas de reservas do sistema bancário. Se tais necessidades forem positivas, isso significa que o sistema bancário como um todo tem que recolher ao BC mais reservas do que o sistema bancário tem disponível. Quando ocorre tal situação, diz-se que o BC está *oversold*: o BC vendeu mais títulos do que o necessário para equilibrar o mercado de reservas bancárias (os bancos têm falta de reservas). Como o único agente que pode criar reservas bancárias é o próprio BC, ele tem que prover tais reservas, através das operações de *open market* acima descritas, ou através do redesconto de títulos nas carteiras dos bancos. Por outro lado, quando as necessidades líquidas de reservas são negativas, diz-se que o BC está *undersold*: o BC vendeu títulos de menos para equilibrar o mercado de reservas bancárias (os bancos têm reservas em excesso). Neste caso o BC pode zerar o mercado, através da venda de títulos públicos de sua carteira (com ou sem cláusula de recompra), ou pode deixar os bancos dormirem com reservas excedentes (além do requerido pelo compulsório), incorrendo os bancos no custo de oportunidade de reter reservas excedentes que não rendem juros.

A zerada automática

No Brasil, faz-se no fechamento do mercado aberto, à tarde, a chamada zerada automática. Esta consiste na venda pelo BC de reservas aos bancos a uma taxa superior à praticada durante o dia através da compra de títulos federais com cláusula de revenda, ou na compra de reservas dos bancos pelo BC, geralmente através da venda de títulos públicos com cláusula de recompra e com rendimento *overnight* inferior ao praticado naquele dia no mercado aberto. Assim, ao final do dia, o sistema bancário tem o montante desejado de reservas, desde que o sistema tivesse anteriormente o volume de títulos públicos requeridos como lastro para as operações. Este procedimento, que é uma peculiaridade brasileira, permite aos bancos sadios não terem que recorrer ao redesconto no caso de falta de reservas, ou, no caso de excesso de reservas, comprarem transitoriamente títulos federais para anular suas reservas excedentes, não incorrendo no custo de oportunidade de retê-las *overnight*. Nos países de inflação baixa não há necessidade desse ajuste suplementar ao final do dia.

Por que o BC faz a zerada automática? A resposta está ligada ao regime de política monetária executado pelo BC, que visa manter a taxa de juros próxima a um nível determinado.

A regra da taxa de juros

O BC segue um regime de política monetária cujo objetivo é a manutenção da taxa de juros do mercado muito próxima a um nível que o BC julga apropriado para a obtenção de seu duplo objetivo de manter a remuneração atrativa do poupador e minimizar o custo da dívida federal em títulos. Assim, ao longo do expediente do mercado aberto, o BC está sempre disposto a intervir

para *doar* ou *tomar* liquidez de forma a calibrar os juros no nível desejado. Ao final do expediente, o BC faz a zerada para resgatar as instituições que não conseguiram tomar ou doar as reservas que queriam durante o expediente. Assim, o BC mantém os juros ao nível pretendido, mas também limita os prejuízos potenciais dessas instituições.

Mecanismos alternativos de política monetária

Tem havido diversas propostas de modificação na política monetária, basicamente retirando a ênfase atual no mercado aberto, e utilizando mais intensivamente os outros dois instrumentos: o compulsório e o redesconto. Analisam-se abaixo possíveis alterações no uso desses mecanismos.

Variações no compulsório

As variações nas alíquotas dos depósitos compulsórios *não* servem para o ajuste fino das reservas bancárias. Isto porque o mecanismo que rege os depósitos compulsórios faz com que a alteração da alíquota do compulsório só surta efeito sobre as reservas vários dias depois de entrar em vigor. Assim, este instrumento *não* é adequado para a regulação do nível diário das reservas ou da taxa de juros.

Redesconto

O redesconto pode e deve ser mais usado do que atualmente. No Brasil pratica-se a chamada doutrina Rieffler, que vê em todos os bancos que recorrem ao redesconto possíveis problemas de solvência, e recomenda o envio de auditores a tais bancos. O redesconto pode e deve ser usado também por instituições sadias que, ao longo do dia, não conseguiram as reservas requeridas.

Naturalmente, como exposto acima, tal mecanismo é hoje suprido pela zerada automática, desde que os bancos detenham reservas de segunda linha (títulos públicos) para dar como lastro. A zerada automática, entretanto, é mais do que o redesconto, pois possibilita também às instituições com excesso de reservas delas se desfazerem até o dia seguinte, não incorrendo no custo de oportunidade de mantê-las *overnight*. Portanto, a substituição da zerada por um redesconto mais amplo que o atual oneraria as instituições que chegassem ao final do dia com reservas excedentes.

A impossibilidade do controle monetário

A resposta de por que *não* pode a política monetária brasileira exercer o controle da moeda como em outros países deve ser buscada nos efeitos da inflação sobre o tamanho da base monetária, e, em particular, no seu componente de reservas bancárias. A base monetária está hoje *no osso*, ou seja, após um período de décadas de inflação, com elevação significativa nos últimos anos, as pessoas aprenderam a manter em dinheiro só o estritamente indispensável. O resto vai para os fundos, a moeda indexada.

Entretanto, o volume de transações que um cidadão ou uma empresa de um país estrangeiro de inflação baixa tem que realizar ao longo de um período é similar ao volume que um cidadão ou empresa brasileira também tem que realizar. Como a inflação baixa não extrai um imposto inflacionário tão pantagruélico quanto o recolhido pela inflação brasileira, os estrangeiros não têm tanto incentivo a economizar o volume de dinheiro retido. Assim, a base monetária é muito mais elevada em termos da renda desses países. Ou seja, fluxos semelhantes de contração e expansão da base monetária são efetuados sobre um estoque (a própria base monetária) muito menor no caso brasileiro do que no estrangeiro.

A taxa de juros do mercado aberto (SELIC) é o resultado da oferta e da procura por reservas bancárias. Esta taxa de curtíssimo prazo serve como referencial para todas as outras taxas de juros da economia. Quando há excesso de reservas no sistema (o BC está *undersold*), a taxa SELIC tende a cair. Simetricamente, quando há falta de reservas no sistema (o BC está *oversold*), a taxa SELIC tende a subir. Prosseguindo a comparação acima com um país estrangeiro de inflação baixa, a diferença básica do caso brasileiro é que, *por causa do tamanho diminuto da base monetária*, os fluxos de aumento e diminuição são extremamente elevados em relação a seu tamanho absoluto. Assim, a variação de juros necessária para equilibrar oferta e demanda por reservas é extrema. Como o BC tem como política manter os juros muito próximos de um patamar pré-especificado, ele se vê compelido a sancionar variações enormes da base monetária ao longo do dia, de forma a anular, ao final do dia, a posição inicial de *oversold* ou *undersold* do início do dia.

O gráfico 1 ilustra o argumento. Esse gráfico contém estimativas do tamanho da posição de *oversold* e *undersold* do BC² desde o início de 1993. O tamanho dessas posições está expresso em % do volume de reservas bancárias (linha fina) e em % do volume da base monetária (linha tracejada). Note a dimensão dos números envolvidos. Para zerar o mercado, não é incomum que o BC tenha que injetar num só dia mais de duas vezes o volume total de reservas bancárias, ou cerca de 100% da base monetária! O gráfico 1 é a comprovação de que os fluxos que diariamente movimentam a base monetária são extremamente elevados *vis-à-vis* seu tamanho.

Note que o gráfico 1 *não* representa a volatilidade da base monetária ou de seu componente de reservas bancárias. O gráfico 1 representa movimentos (fluxos) *intra-dia*, enquanto os conceitos de reservas bancárias e base monetária referem-se a saldos (estoques) ao *final do dia*. O gráfico 2 mostra as estimativas da evolução da base monetária e das reservas bancárias, bem como da razão entre ambas, para o mesmo período. Note que a volatilidade para ambas as variáveis é bem menor que aquela que aparece no gráfico 1.

Através do gráfico 1 é fácil depreender que sem uma atuação constante e intensa do BC como doador ou tomador de reservas a taxa de juros seria extremamente volátil. Sem o concurso do

² Como tais dados não são divulgados pelo BC, usaram-se aqui as melhores estimativas disponíveis.

BC, o sistema bancário não poderia jamais equilibrar o mercado de reservas com a dimensão dos movimentos envolvidos. Neste aspecto, o caso brasileiro é bem distinto de países de inflação reduzida. Nesses, os bancos carregam reservas excedentes, o que provê uma margem de folga dentro do próprio sistema bancário. Isto dá às intervenções dos bancos centrais uma dimensão mais modesta. No Brasil os bancos procuram jamais carregar qualquer reserva excedente, retirando do sistema toda flexibilidade de ajustamento sem o concurso do BC. O que ocorre no mercado aberto brasileiro é a hipertrofia extrema do papel normalmente exercido pelos bancos centrais. O gráfico 1 mostra que o BC teve frequentemente posições *oversold* maiores que duas vezes e meia o total de reservas bancárias. Assim, o BC se situa na posição de monopolista num mercado cuja demanda é quase totalmente inelástica. Nesta situação, o BC fixa os juros no curto prazo virtualmente onde quiser.

A razão pela qual os fluxos intra-dia sobre a base monetária são tão grandes em relação ao seu tamanho é a existência da moeda indexada. A economia gira com os recursos que estão depositados nos fundos, disponíveis diariamente. A transformação dos recursos aplicados nos fundos em recursos válidos para pagamentos de transações comerciais exigem, entretanto, a transformação das cotas dos fundos em depósitos à vista. Isto, por sua vez, gera uma necessidade de reservas bancárias. Como os bancos não carregam reservas excedentes, toda vez que o sistema bancário *como um todo* precisa de reservas, o BC tem que entrar comprando títulos públicos e vendendo reservas. Caso ele não faça isso, objetivando, por exemplo, controlar a moeda, os juros sobem significativamente, causando uma perda de capital aos detentores de títulos públicos, entre os quais os fundos. Caso isso se verificasse com frequência, os fundos não mais teriam capacidade financeira de constituírem-se em abrigo contra a inflação (o FAF não poderia dar mais uma taxa próxima da inflação com liquidez imediata). Isto poderia desencadear uma corrida para os ativos reais, para o ouro e para o dólar, deflagrando uma hiper-inflação nos moldes clássicos.

Ou seja, não há nenhuma distinção de *qualidade* entre as políticas monetárias dos países de inflação baixa e aquela praticada no Brasil. A diferença é de *quantidade*: a inflação perene e elevada hipertrofia a ação do BC, ao mesmo tempo que restringe sua margem de manobra. Algumas modificações marginais na condução da política monetária podem e devem ser feitas, mas elas *per se* não poderão realizar o milagre de baixar a inflação e os juros. Para tanto será necessário um sério programa anti-inflacionário que contemple um significativo ajuste fiscal. A necessidade imperiosa do ajuste fiscal se explica pelo fato de sucessivos déficits fiscais além da capacidade de crescimento suportável da dívida pública gerarem uma expectativa de monetização futura que gera inflação no presente. Sem tornar o combate à inflação prioridade número um será impossível realizar os objetivos de crescimento econômico e justiça social no futuro previsível.

Gráfico 1

Oversold (+) e Undersold(-) do BC

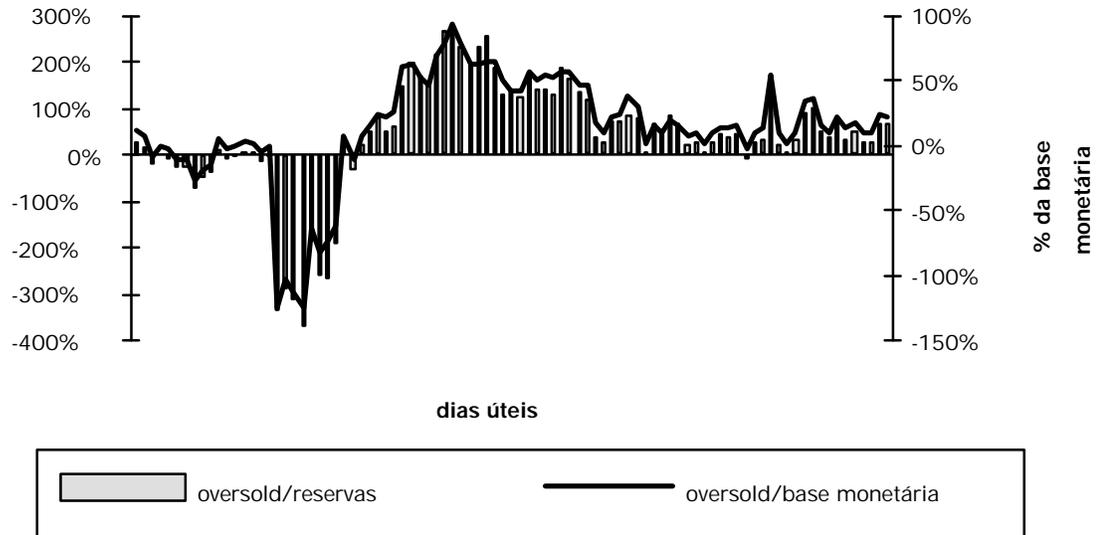


Gráfico 2

Reservas Bancárias e Base Monetária

