

## Pode-se comprar uma geladeira com cotas do FAF?

Márcio G. P. Garcia<sup>1</sup>

Num artigo anterior (*Moeda indexada, acordo de recompra e combate à inflação*, Folha de São Paulo, 17/3/93) procurei esclarecer alguns tópicos fundamentais para a recente discussão sobre o grau de controle do Banco Central (BC) sobre a moeda no Brasil. A reação que recebi de vários economistas ensejou-me a tornar mais explícitos alguns dos pontos que devido à reduzida dimensão do artigo não puderam ser suficientemente esclarecidos. Quero deixar claro desde logo que não há originalidade no que se segue, mas a confusão reinante sobre o assunto faz necessária esta exposição.

Qual a importância de não se poder utilizar cotas do FAF diretamente em **11/22/00** (em poder do público) frente aos demais agregados monetários (a moeda indexada) através da imagem que é impossível se adquirir uma geladeira com cotas do FAF (Fundo de Aplicação Financeira). Vários colegas discordaram precisamente desta afirmação pela seguinte razão. Quando um cidadão compra uma geladeira, ele emite um cheque contra sua conta-corrente, a qual tem um FAF a ela vinculado. No mesmo dia em que o cheque é emitido, o dinheiro *baixa* do FAF à conta-corrente. Por outro lado, o vendedor da geladeira recebe o cheque e o deposita em sua conta corrente para imediatamente aplicá-lo também no FAF. Assim, o dinheiro apenas troca de FAFs, passando pelas contas-correntes, mas nelas não ficando. Desta forma, o BC não teria qualquer controle sobre a moeda que verdadeiramente importa, neste exemplo o FAF, uma vez que não há depósito compulsório sobre o mesmo. (O exemplo acima contém imprecisões quanto à mecânica de compensação de cheques e cálculo de depósitos compulsórios, mas elas não atrapalham o argumento principal.)

O exemplo acima citado contém a chave do enigma. Para que o M1 deixe de ser o agregado monetário relevante é necessário que o cheque com o qual a geladeira foi paga seja reconvertido em cotas do FAF do vendedor de geladeiras. Mas não é isso que sempre ocorre? Afinal, o que mais faria o vendedor de geladeiras? Ele poderia usar o dinheiro para pagar um fornecedor, mas isso meramente transferiria a questão do que fazer com o dinheiro para o fornecedor. O importante é que na cadeia de transações desencadeada pela compra de geladeiras, alguém recoloca o dinheiro recebido no FAF. Se isso ocorrer, terá havido, no agregado, apenas uma

---

<sup>1</sup> Professor do Depto. de Economia da PUC-Rio.

transferência de propriedade de cotas no FAF. Ou seja, tudo se passaria como se as transações tivessem sido feitas com cotas do FAF.

## **O papel do BC como único criador de reservas**

Suponha, entretanto, que ninguém na cadeia de transações queira recolocar o dinheiro no FAF, preferindo ao invés disso comprar dólar, ouro, carros ou apartamentos. Nesse cenário apocalíptico de crise de confiança na moeda nacional, haveria uma pressão generalizada para a conversão de cotas do FAF no único meio de pagamento por todos aceito, o M1. Para que o sistema bancário (todos os bancos em conjunto) possa fazer a transformação das cotas do FAF em depósitos à vista ou em papel-moeda é necessário que os ativos do FAF sejam transformados em reservas bancárias (ou em papel-moeda, o que dá na mesma). Mas dado que o sistema bancário não cria reservas bancárias ou papel-moeda, como se dará tal transformação?

Suponha, por simplicidade, que todos os ativos do FAF sejam constituídos de títulos públicos. A provisão das reservas bancárias necessárias se dará via o único ente que cria reservas bancárias, o BC. Ele faz isso via operações de *open market* (troca de títulos públicos por reservas bancárias, ou vice-versa), ou através dos empréstimos de liquidez (o redesconto). Ele pode ainda diminuir o requisito de reservas bancárias (o assim chamado compulsório), mas isso não funcionaria com a rapidez requerida. O importante aqui é ressaltar que uma vez quebrada a cadeia (virtuosa ou viciosa?) FAF→contas-correntes→FAF, há a necessidade de se injetarem reservas no sistema para que o mesmo continue operando, e o único capaz de fazê-lo é o BC.

## **O risco de iliquidez e os bancos**

Cada banco individual conta com os demais bancos e com o BC para prover as reservas bancárias que ele eventualmente necessita. No caso de todos os bancos, simultaneamente, requererem mais reservas, o único provedor de reservas é o BC. Assim, o sistema bancário sofre o controle do BC sobre a sua liquidez. O montante máximo de depósitos à vista, ou meios de pagamento, que o sistema bancário pode criar está condicionado pelo volume de reservas emitidas pelo BC (mais precisamente, pela base monetária ou *high-powered money*) e pela alíquota do depósito compulsório.

Nesta altura o leitor deve estar se perguntando, como podem os bancos garantir que as cotas do FAF transformar-se-ão em M1 imediatamente? A resposta é: eles não podem, ou pelo menos, não no valor que V. acharia *razoável* (o depósito inicial mais ou menos corrigido pela inflação). Se todos os bancos tentassem trocar simultaneamente seus títulos públicos nas carteiras dos FAFs por reservas ou papel-moeda, e o BC não quisesse recomprar tais títulos a um preço *razoável* (diz-se na curva do papel), as cotas dos FAFs sofreriam um deságio semelhante ao sofrido pelos títulos públicos que o BC não quis comprar. Assim, o BC parece ter perfeito controle sobre a *liquidez* do sistema, isto é, o montante total de ativos aceitos para transações na economia.

## **A política monetária do BC: juros como objetivo**

Tal controle, entretanto, é perfeito só na aparência. Na realidade o BC no Brasil segue uma política monetária que tem se pautado por prover ao (e tomar do) sistema bancário as reservas bancárias que este necessita a um custo *razoável*. O indicador utilizado para medir se tal custo é razoável é a taxa de juros. (Como se sabe, preços de títulos e taxa de juros movem-se em direções opostas.) Apesar da reclamação geral quanto ao nível atual dos juros, o BC tem que agir intensamente provendo reservas aos bancos para evitar que os juros subam mais ainda em momentos de necessidades de reservas pelo sistema bancário (uma véspera de feriado ou um dia de recolhimento de impostos ao Tesouro). Por outro lado, ele toma reservas (vendendo títulos públicos com cláusula de recompra) nos momentos em que os bancos estão excessivamente líquidos (uma 2ª-feira posterior aos feriados ou um dia de pagamento do funcionalismo público). Assim, é justo afirmar-se que o BC segue uma política monetária cujo objetivo (*target*) é a taxa de juros. Uma consequência bastante conhecida de tal política é a extrema oscilação da base monetária.

## **A necessidade do BC prover liquidez aos bancos**

Mas porque o BC age assim? Não poderia ele deixar que o próprio *mercado*, tão cioso de sua liberdade, criasse seus próprios mecanismos para prover a liquidez necessária em determinados momentos? A resposta está intrinsicamente ligada ao tamanho de nossa inflação. Num país de inflação baixa, os bancos carregam reservas livres (acima do requerido pelo compulsório) para fazerem frente a momentos de necessidades de reservas. No Brasil, o custo de oportunidade de manter tais reservas é a taxa de juros do *overnight*, cerca de 27% ao mês atualmente. Assim, a auto-provisão de liquidez pelo sistema bancário é extremamente cara, e, por isso, possivelmente inviável.

## **Os riscos de mudanças bruscas: dolarização e hiperinflação**

É por isso que mudanças bruscas na condução da política monetária, como a proibição pelo BC de realizar operações de mercado aberto (vide a descrição por Fernando de Holanda Barbosa do plano de estabilização que seria implementado pelo ministro Paulo Haddad; Folha de São Paulo, 21/3/93), podem conter sérios riscos para a própria existência da moeda nacional. Afinal, o Cr\$ só se mantém como padrão monetário porque existe a moeda indexada. Foi o concubinato entre o governo e o sistema financeiro na provisão de bons substitutos de moeda (a moeda indexada, líquida e rentável) que manteve o Cr\$ como moeda a despeito de uma inflação crônica tão alta como a nossa. O preço cobrado pelo sistema financeiro por esse serviço foi a repartição da senhoriagem (ou imposto inflacionário) com o governo, o qual se reflete nos altos lucros dos bancos no Brasil.

Mudanças bruscas que possam inviabilizar a provisão pelo sistema financeiro da moeda indexada aos depositantes (todos nós) podem vir a acabar com a inflação! Não porque

prejudiquem os altos lucros do sistema financeiro (o que certamente farão), mas porque, ao inviabilizar um mecanismo de proteção dos depósitos contra a inflação, deflagrem a substituição da moeda nacional por uma outra, por exemplo, o dólar. Ou seja, o que se diz aqui é que a moeda indexada, com todos os seus males, é o que impede que o Brasil recaia num esquema clássico de hiper-inflação, no qual a moeda nacional acaba substituída pela moeda forte estrangeira.

A mudança na condução da política monetária, sem dúvida necessária, deve estar enquadrada num programa anti-inflacionário duro mas gradual. Neste programa, as modificações introduzidas no sentido de prover menor liquidez à moeda indexada (ou aumentar seus custos de transação) devem obedecer o cronograma (impreciso) do aumento da confiança dos agentes no programa. Neste sentido, é bastante confortador a reafirmação da ojeriza aos pacotes pela nova equipe econômica.