

# O controle monetário sob inflação alta

Márcio Gomes Pinto Garcia<sup>1</sup>

28/05/1993

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). Diariamente, o BC atua no mercado aberto, provendo ou tomando reservas bancárias. 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 operações de *open market* 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 BC.

## 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* (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* (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 reter reservas excedentes que não rendem juros.

## A zerada automática

---

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

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. 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 retê-las *overnight*.

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.

### **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 um dia 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 contém estimativas do tamanho da posição de *oversold* e *undersold* do BC<sup>2</sup> em 1993. 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 é a comprovação de que os fluxos que diariamente movimentam a base monetária são extremamente elevados *vis-à-vis* seu tamanho.

Através do gráfico 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 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 mostra que o BC teve frequentemente posições *oversold* maiores que duas vezes e meia o total de reservas bancárias. 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 *vis-à-vis* o 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 comprar títulos públicos e vender reservas. Caso ele *não* faça isso, objetivando controlar a base monetária, os juros sobem significativamente, causando uma perda de capital aos detentores de títulos públicos, entre os

---

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

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.

A peculiaridade da política monetária brasileira é o elevado grau de intervenção do BC no mercado aberto. A inflação perene e elevada hipertrofia a ação do BC, ao mesmo tempo que restringe sua margem de manobra (possibilidade de controlar a base). 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.