

8

Trabalhos Adicionais

ABC da Política Monetária para Execução de Programas de Ajustamentos Macroeconômicos

Carlos Brandão

Ex-Presidente do Banco Central do Brasil

Uma contribuição para o êxito do Plano Brasil Novo

1. Introdução

Este trabalho foi originalmente escrito, em 30.04.90, com o título "ABC da política monetária, para o êxito do Plano Brasil Novo. Alguns exemplares foram distribuídos, inclusive, para membros da equipe econômica do atual Governo da República, e foi feita a sua divulgação no Caderno Especial nº 121, de maio/90, da Associação de Bancos do Estado do Rio de Janeiro.

Por ter sido elaborado, originalmente, de "uma sentada", sem revisão, fomos instados, dada a relevância dos assuntos nele tratados, a debruçar-nos sobre seu texto para melhorar sua redação, dar-lhe mais unidade, clareando e dando mais precisão a alguns detalhes técnicos, para facilitar seu entendimento por parte de leitores que não estejam muito familiarizados com a matéria.

O novo título do trabalho retrata melhor o seu objetivo, pois, além de detalhar a correta administração dos instrumentos clássicos de controle monetário por parte de um banco central, aponta os equívocos ocorridos no Brasil, com essa administração, na década de 80, além de oferecer sugestões positivas e construtivas para as correções necessárias, objetivando o êxito na execução de programas de ajustamentos macroeconômicos, como se propõe o Plano Brasil Novo, do Presidente da República, Fernando Collor.

É oportuno esclarecer que tínhamos muitas motivações, passadas e presentes, para produzir este trabalho, dentre as quais enumeramos as principais:

a) as sugestões nele contidas vêm sendo por nós defendidas há mais de oito anos, através de conferências, seminários, artigos diversos publicados na imprensa e, também, no período em que exercemos a Presidência da Andima, há cinco anos, quando coordenamos a organização, implantação e início de funcionamento do Cetip;

b) o nosso trabalho de organização do mercado aberto, no qual se insere o de títulos públicos federais, com a elaboração dos projetos de lei respectivos e regulamentações iniciais e de *self-regulation* operacional, no período de 1969/79; o mesmo trabalho foi feito, no período, para uniformizar a forma de trabalho, a legislação e o sistema operacional da dívida pública mobiliária dos estados;

c) as iniciativas que adotamos para organização do mercado de troca de reservas bancárias (praticamente extinto na década de 80), implantado a partir da Carta Circular Gedip nº 51, de 16.09.71, que criou vasos comunicantes para os recursos à disposição da rede bancária, aumentando sua eficiência, o que é fundamental para o bom desempenho da economia;

d) o fato de o *know-how* relativo ao processo, artesanal, da organização do referido mercado de reservas não ter ficado na memória dos funcionários remanescentes no Banco Central, após 1979, inclusive as razões que motivaram a implantação do Selic, cujo funcionamento foi iniciado em março/74, com a administração da custódia eletrônica *on-line* das LTNs;

e) o fato, ainda, de ter ficado perdida no tempo, ao que tudo indica, a longa e importante experiência, acumulada até 1979, na dinâmica correta de condução, pelo Banco Central, das operações de *open-market* e de administração da Dívida Pública Mobiliária, resultou, na década de 80, na desorganização em que se encontram, até hoje, aqueles instrumentos de Política Monetária;

f) a lembrança das dificuldades para obter relativo sucesso no controle da liquidez da economia, decorrentes da divisão das funções de autoridade monetária entre o Banco Central e Banco do Brasil, complicada pela forte atuação do Banco Central como banco de fomento e porque este não tinha caixa própria, já que o Banco do Brasil era seu banqueiro, onde mantinha a famosa "conta de movimento"; mesmo assim, apesar desses graves complicadores, o controle monetário foi muito eficiente, na década de 70, a do "milagre brasileiro", contrastando com a sua falência na década de 80, mesmo após janeiro/85, quando o Banco Central passou a ser supostamente um banco central ortodoxo;

g) o trabalho realizado pela Gedip, no início da década de 70, visando a melhor coordenação na execução das políticas fiscal e monetária, levou-nos, à época, a cogitar da criação de um sistema de contas do Tesouro Nacional no Banco Central do Brasil (sobre a qual o Tesouro sacaria exclusivamente), e na rede bancária como um todo (*tax and loan account*); entretanto, a sistemática então vigente de relativo bom prazo de permanência dos recursos fiscais na rede bancária substituiu, ainda que de forma imperfeita, aquele sistema, minimizando a urgência da implementação daquela importante medida, que terminou não sendo implementada; a sistemática em vigor, a partir de 1989, dificulta aquela indispensável coordenação, porque ao invés de permanecer com os recursos na rede bancária, cobrando remuneração pelos mesmos durante o tempo de sua permanência (dadas as elevadas taxas

de inflação naquele ano), o Governo federal simplesmente reduziu a praticamente zero aquele prazo, a nosso ver tentando, talvez, com tal prática, conduzir, via política fiscal, a monetária, uma vez que os instrumentos para esse fim mostravam-se incapazes de realizar tanto para o almejado controle quanto para a existência de um sistema bancário flexível e eficiente, para dar suporte ao crescimento real de nossa economia;

h) os estudos que fizemos, condensados no Relatório da Gerência da Dívida Pública do Banco Central do Brasil de 1972 (5.000 exemplares distribuídos ao público), onde foi defendida, pela primeira vez, após 1964, a necessidade de uma reforma monetária, para tornar mais eficiente a condução da política de controle da moeda e do crédito, e retirando, do Banco do Brasil, as funções de autoridade monetária, com a criação de um banco central independente;

i) a oportunidade que tivemos, como Diretor Financeiro do Banco do Brasil (organizamos e implantamos sua Gerência de Operações no Mercado Financeiro — Gerof), no período de março/74 a março/79, de preparar projeto de lei — amplamente divulgado — visando concretizar a reforma monetária referida no item 7, precedente, o que nos credenciou para exercer o cargo de Presidente do Banco Central, para o qual fomos nomeados em março/79, com o objetivo de implementar aquela reforma; em agosto do mesmo ano renunciamos àquele cargo, pela impossibilidade de implementar a reforma, em razão de forte resistência de alguns setores da cúpula do Governo;

j) a exposição que fizemos, em setembro de 1989, às equipes econômicas dos candidatos a Presidente da República, em Seminário realizado no Hotel Maksoud Plaza, em São Paulo, ocasião em que procuramos chamar a atenção sobre a falência dos instrumentos de política monetária, o conseqüente descontrole na liquidez da economia e a má administração da dívida pública mobiliária da União, o que poderia levar o novo Governo a decretar, direta ou indiretamente, uma moratória, exceto se levasse em consideração as ponderações, sob forma de sugestões, que constam do nosso trabalho "A Dívida Pública Interna, seus Problemas e Soluções", apresentado naquele seminário e publicado pela Revista *Conjuntura Econômica*, da Fundação Getúlio Vargas, em outubro e novembro de 1989.

Enumeradas essas motivações, cabe ainda acentuar que, quando elaborávamos esta apresentação, o Banco Central do Brasil anunciou que voltará a lançar LTNs no mercado, em substituição às LFTs, para melhorar a eficiência na condução da política monetária, através das operações de *open-market*. Anunciou, também, que a partir do momento em que entrarem em circulação as LTNs, não mais irá *zerar*, através de financiamentos no *overnight*, a carteira de títulos do Tesouro Nacional das instituições financeiras que não conseguirem recursos, com aquele fim, no mercado.

Para substituir as operações de "zerar" o mercado, o Banco Central concederá redesconto de liquidez para financiar aquelas posições de carteira, a taxas punitivas, ao tempo em que voltará a operar na compra e venda definitiva de LTNs.

Como não foram ainda divulgados, pelo Banco Central, detalhes dessas providências, esperamos que elas sejam acompanhadas, para que possam ter êxito, com aquele fim, de outras medidas que possibilitem o retorno da dinâmica das operações de *open-market* e de mercado aberto, além de desestimular, dentro de regras de livre mercado, a excessiva concentração das operações no *overnight*.

Isto porque as providências anunciadas pelo Banco Central, até agora, se não acompanhadas de outras, como as sugeridas neste trabalho, no título "Medidas para restabelecer a eficácia da política monetária", poderão tornar o mercado de títulos públicos muito mais rígido e estreito do que está agora, passando a ser quase que exclusivamente de bancos comerciais, uma vez que as instituições financeiras não-bancos dele serão praticamente aliadas, frustrando o alcance dos objetivos visados pelas autoridades monetárias quando anunciaram aquelas alterações.

Finalmente, não poderíamos deixar de registrar nossos agradecimentos ao Dr. João Ary de Lima Barros, pela minuciosa análise que fez do original deste trabalho, e pela revisão de seu texto, contribuindo, assim, grandemente, para seu aprimoramento como um todo.

O Dr. João Ary foi o nosso principal colaborador na formulação e implantação do *open-market* no Brasil, no período de fev./69 a mar./74, a partir de quando sucedeu-nos no cargo de Gerente da Dívida Pública, assumindo, na última data citada, a Diretoria da Área Bancária do Banco Central do Brasil, com aquela Gerência ficando a ele subordinada, durante a nossa gestão como Presidente daquela Instituição.

2. Cenário

Até 15 de março de 1990, havia unanimidade de opiniões quanto à total ineficiência dos instrumentos de política monetária, à disposição do Banco Central do Brasil, para controle da expansão da moeda, e de seu efeito sobre a liquidez na economia, sem o que é certo o fracasso de todo e qualquer plano de governo para reduzir a inflação.

O déficit público sem controle, na década de 80, é o vilão apontado como responsável pela ineficiência daquela política, em que pese, em 1988, após a Nova Constituição, e 1989 (períodos da mais alta inflação de nossa história), ter sido vedado ao Banco Central do Brasil financiar, direta ou indiretamente, o Tesouro Nacional, ou seja, emitir moeda inflacionária para cobrir aquele déficit.

O déficit público em si, no nosso ponto de vista, não é exatamente o problema, mas sim o seu tamanho, do que resulta e de como é financiado. O déficit coberto com recursos inflacionários, como ocorreu até 15.03.90, somado a uma política monetária ineficaz, é que tem provocado uma excessiva intervenção do Estado na Economia.

A obediência às determinações de nossa Carta Magna, e mais os ajustes fiscais equivalentes a 10% do PIB, decretados pelo Plano Brasil Novo, seriam mais do que suficientes para, em poucos meses, levar nossa inflação a níveis muito baixos, inferiores a dois dígitos, desde que viessem acompanhados de medidas duras de política monetária.

O bloqueio de mais de 80% dos haveres financeiros, vale dizer, da poupança de todos os brasileiros, pessoas físicas ou jurídicas, no Banco Central do Brasil, para controlar temporariamente a liquidez da economia e tornar eficiente a política monetária no combate à inflação, foi o atestado oficial extremo que faltava para deixar claro que as causas daquela ineficiência não tinham ainda sido diagnosticadas por aquele Banco.

Não tem sido possível ao Banco Central do Brasil promover apertos de liquidez, quer pelos instrumentos de controle monetário, quer o Governo pela via fiscal, razão pela qual caiu em desuso, há 10 anos, a necessidade de os bancos comerciais trocarem reservas

bancárias entre si, para nivelar seus saldos, por eventuais perdas ou ganhos na compensação de cheques e outros documentos. O conceito de reservas bancárias livres desapareceu (!)

Na verdade, o Banco Central do Brasil ainda não conseguiu encontrar sua verdadeira identidade, decorrência da disfunção de sua excessiva legislação, até o momento, e da alta rotatividade nos cargos de sua diretoria. Nos seus 25 anos de existência, concentrou sua ação prioritariamente nas seguintes atividades, na ordem da ênfase na sua execução:

- a) na fiscalização do sistema financeiro;
- b) na regulamentação dos mercados financeiros e de capitais;
- c) nas funções de banco de fomento;
- d) na condução da política monetária.

Esta última atividade foi prejudicada, no período, pela maior ênfase na formação de quadro de pessoal do Banco Central, e de dirigentes, para execução das outras três atividades.

A tão desejada independência do Banco Central do Brasil só ocorrerá, e normalmente — sem a necessidade de legislação específica —, a partir do momento em que deixar de ficar subordinado ou vinculado ao Ministério da Fazenda — trabalhando com este coordenadamente e não subordinadamente —, e à medida que, internamente, conseguir administrar harmonicamente, com competência e continuidade, dentro das regras de livre mercado, os três clássicos instrumentos de política monetária: o compulsório sobre depósitos, o resconto de liquidez e as operações de mercado aberto.

Há consenso de que o êxito do Plano Brasil Novo está dependendo da condução de uma política fiscal consistente e, fundamentalmente, da capacidade de o Banco Central do Brasil administrar, com eficiência, a liquidez da economia, à medida que ocorra liberação dos recursos da nossa sociedade ali bloqueados, sem o que não há como a atividade econômica voltar à sua normalidade ou a experimentar crescimento.

A pergunta que está hoje na cabeça de todos os brasileiros é a seguinte: como o Governo devolverá os recursos da sociedade, represados no Banco Central do Brasil, sem causar um excesso de liquidez e retorno da hiperinflação?

Este trabalho se propõe não só a dar uma resposta a esta pergunta, como, também, a fazer uma análise dos erros cometidos na condução da política monetária no Brasil nos últimos anos.

3. Funções do Banco Central do Brasil

Para se entender as razões pelas quais os instrumentos de política monetária perderam sua eficiência no Brasil nos últimos 10 anos, é importante alinhar, ainda que sucintamente, qual a correta política monetária que deve pautar o funcionamento e a ação de um banco central no controle da liquidez da economia, dentro de regras de livre mercado.

É privativo do Banco Central do Brasil a faculdade de criar moeda (emiti-la), sob a forma manual (moeda metálica e papel-moeda) ou escritural (reservas bancárias), ou esterilizá-la. Como, das duas formas, a maior parte existe sob a forma de depósitos, é sobre esta parte que o Banco Central exerce sua ação de controle monetário, através dos citados

três clássicos instrumentos de política monetária, com ação direta sobre a capacidade de os bancos comerciais expandirem empréstimos, ou os meios de pagamento: compulsório sobre os depósitos (à vista e a prazo); assistência financeira (redesconto) de liquidez; e operações de *open-market*.

4. Funções dos Bancos Comerciais

Aos bancos comerciais, por sua vez, é privativo receber em depósito os recursos da economia (pessoas físicas e jurídicas), tanto sob a forma de moeda manual como escritural (depósitos à vista e a prazo), que podem ser multiplicados por essas instituições pelo mecanismo operacional "depósitos geram empréstimos e estes geram novos depósitos", até o limite permitido pelo encaixe legal (depósito compulsório) estabelecido pelo Banco Central. O Banco Central, portanto, cria moeda, e os bancos comerciais têm o poder de multiplicá-la, aumentando os meios de pagamentos.

Para seu funcionamento, os bancos comerciais são obrigados a manter, com exclusividade, conta de depósitos no Banco Central do Brasil, por onde transitam dois tipos de reservas:

a) a reserva legal, cujo saldo representa a parcela de cada depósito à vista, ou a prazo, que o banco comercial recebe do público e que compulsoriamente tem que recolher no Banco Central (representa a parcela de liquidez obrigatória de cada banco, além de limitar, pelo percentual fixado para recolhimento, a capacidade de multiplicação da moeda, pelo mecanismo descrito no item anterior);

b) as reservas de livre movimentação (reservas bancárias), analisadas adiante.

É bom esclarecer, também, que os bancos comerciais dispõem de duas modalidades de "caixa":

a) a "caixa", no sentido restrito da palavra, em papel-moeda e moeda metálica nas tesourarias de suas agências, para atender exclusivamente prontos pagamentos em seus guichês, e saques ou depósitos em espécie de correntistas; as deficiências ou excessos dessa caixa importam em saques ou depósitos da espécie na conta de reservas mantidas junto ao Banco Central do Brasil;

b) o "caixa", no sentido amplo da palavra, representado pelo excedente das reservas legais (moeda escritural de livre movimentação) mantidas em conta de depósitos no Banco Central do Brasil, cujo nível indica a sua liquidez no dia-a-dia, ou a capacidade de cada banco expandir seus empréstimos.

5. Fundos BC ou Reservas Bancárias: Definição

Para melhor entendimento, no Brasil, do que são reservas bancárias, que integram a base monetária, e, ainda, para melhor diferenciá-las dos demais ativos financeiros, julgamos

oportuno batizá-las, doravante, com nome mais apropriado, que traduza realmente o que representam, ou seja, fundos mantidos voluntariamente, e de forma compulsória, pelos bancos comerciais, no Banco Central do Brasil, ou, abreviadamente, Fundos BC, cujo saldo, ou volume total, só pode ser aumentado ou reduzido, com o objetivo de política monetária, com intervenção do Banco Central, sendo que a parte voluntária é de livre movimentação pelos bancos comerciais.

Dos três itens que compõem a base monetária, os Fundos BC se constituem no mais importante para a condução de toda a política monetária, porque todas as operações que resultem em contração ou expansão daquela base (recolhimento ou devolução do compulsório, saques e depósitos de papel-moeda, redesconto de liquidez, operações de *open-market* conduzidas pelo Banco Central etc.) têm os seus valores respectivos lançados a seu débito ou crédito.

Como empresas com finalidade de lucro que são, os bancos procuram coerentemente manter a parte maior de suas reservas *que não produzem renda* (Fundos BC) o mais próximo possível do mínimo indispensável, evitando deficiências em suas posições que possam acarretar-lhes penalidades. A administração da posição dos Fundos BC pode vir a ser, assim, um interessante jogo de tentativas. A maioria das transações financeiras de um banco e de seus depositantes afeta a posição de Fundos BC desse banco. Os cheques sacados contra um banco, por seus depositantes, são canalizados para a Câmara de Compensação do Banco do Brasil de sua cidade, acarretando um débito na sua conta de Fundos BC. Na medida em que essas retiradas deixam de ser contrabalançadas por depósitos de cheques sacados contra outros bancos, um banco perde Fundos BC em benefício de outros. A rede bancária comercial privada também perde Fundos BC, quando paga em moeda corrente a seus clientes ou quando recolhe ao Banco Central o produto de arrecadação de impostos federais, sobre o que fazemos reparos adiante.

Na maioria das vezes, um banco perde Fundos BC quando faz empréstimos ou compra títulos. A posição de Fundos BC de um banco reflete, a cada dia, o resultado líquido dos Fundos BC perdidos nessas transações e dos acréscimos através de cheques e moeda depositados, créditos de impostos nas contas do Tesouro no Banco Central, vendas de títulos e outras operações semelhantes.

Os bancos empregam linhas de defesa para evitar deficiências na sua conta Fundos BC. Exemplificando: se perde Fundos BC para outros bancos, através do fluxo diário de transações, pode vender títulos do Tesouro Nacional a outros bancos, por uma noite, recebendo em pagamento excessos de Fundos BC que estes possuam.

Os bancos dispõem de uma última linha de defesa contra perdas imprevistas de Fundos BC, através do privilégio de tomar empréstimos junto ao Banco Central, geralmente por um máximo de até 15 dias, mediante títulos de sua emissão, com a garantia colateral de títulos do Governo, de sua carteira própria ou ativos representados por seus créditos por empréstimos.

Portanto, o número de lançamentos de débitos ou créditos admitidos nesta conta de Fundos BC é muito restrito, como se vê:

a) saques ou depósitos em papel-moeda, ou moeda metálica, no Banco Central do Brasil, ou no Banco do Brasil, que neste caso atua como agente do Banco Central;

b) quaisquer outros resultados de operações com o Banco Central (recolhimento ou liberação do compulsório; redesconto de liquidez; compra e venda de títulos federais; operações de *open-market*; compra e venda de moedas estrangeiras; liberação ou recolhimento de tributos federais — contas do Tesouro Nacional);

Nota: a alocação das contas do orçamento da União no Banco Central foi um grave erro do Governo na década de 80; apenas seus superávits deveriam ser ali recolhidos, desde que no interesse da condução da política monetária: como está, só atrapalha! Os recursos fiscais creditados em conta do Tesouro Nacional exclusivamente no Banco Central, para execução do orçamento da União, provocam, na prática, uma fusão na execução das políticas fiscal e monetária (confunde-se onde começa uma e termina a outra, podendo haver movimentos conflitantes no dia-a-dia operacional), com prejuízos irreparáveis para esta última, que perde a indispensável transparência e a necessária independência no controle da moeda e do crédito, por oscilações de grande magnitude nas reservas bancárias à revelia do Banco Central.

c) resultado líquido da compensação de cheques e outros documentos;

d) compra e venda de Fundos BC, entre bancos.

6. Os Fundos BC e o Controle Monetário

As operações *a* e *b*, do item precedente, são passíveis de alterar o saldo total dos Fundos BC dos bancos, constituindo um número relativamente pequeno de variáveis que o Banco Central tem que administrar para tornar eficiente a condução da política monetária. *Por afetarem o saldo global dos Fundos BC, se restringem exclusivamente a operações sem trânsito pela Câmara de Compensação de Cheques, uma vez que são instantâneos os débitos ou créditos nessa conta.*

Até 1979, a conta de Fundos BC só era movimentada pelo próprio banco depositário, com lançamentos de débitos ou créditos, em decorrência de operações com o Banco Central e mais o resultado líquido da Câmara de Compensação de Cheques, que é o elo de ligação nas transações financeiras da economia, envolvendo todos os bancos comerciais (sistema de vasos comunicantes entre eles).

Toda a ação do Banco Central do Brasil na condução da política monetária, para regular a liquidez da economia, como um todo, se faz exclusivamente no sentido de impactar, para mais ou para menos, os Fundos BC dos bancos comerciais, representados pela conta escritural de reservas livres neles depositadas, que compõe a base monetária, juntamente com as reservas legais e o papel-moeda em poder do público.

Saldos nas contas Fundos BC, no final do expediente bancário diário, não podiam ser usados, até 1979, para outros fins: dormiam na conta (induziam o banco a expandir empréstimos ou fazer investimentos em títulos); saldos negativos, no final do dia, eram obrigatoriamente cobertos através da assistência financeira (redesconto) de liquidez do Banco Central (induzem o banco a reduzir empréstimos, ou vender títulos no mercado, quando este os absorvesse).

Qualquer que seja a política monetária que o Banco Central queira perseguir (expandir ou contrair meios de pagamento, apertar ou afrouxar a liquidez da economia, elevar ou

reduzir as taxas de juros no mercado), obrigatoriamente deverá fazê-lo através de medidas que provoquem impacto direto, para mais ou para menos, no saldo global dos Fundos BC dos bancos comerciais, no mesmo Banco Central. A elevação ou redução do compulsório sobre depósitos se faz a débito/crédito dessa conta, o mesmo ocorrendo com redesconto de liquidez ou operações de *open-market*, conduzidas pelo Banco Central.

É relevante deixar bem claro que só o Banco Central tem o poder de alterar deliberadamente o nível total dos saldos dos Fundos BC, com sua intervenção no mercado, através das operações de política monetária antes descritas.

O não-domínio da dinâmica desse mecanismo operacional com Fundos BC significa o desconhecimento de como funciona um banco central na execução da política monetária, que, de acordo com seus objetivos maiores, visa: à manutenção do pleno emprego; à relativa estabilidade de preços; ao crescimento econômico; a um desejado equilíbrio no crédito e no balanço de pagamentos e demais metas correlatas.

Estas as razões da existência de um banco central.

7. Bancos *Clearing* — O Exemplo dos Estados Unidos

Em nosso país, todos os bancos comerciais têm conta de depósitos em Fundos BC no Banco Central do Brasil, razão pela qual são bancos *clearing*, por participarem da Câmara de Compensação de Cheques e Outros Documentos.

Para acompanhar a liquidez do sistema bancário, e da economia, no Brasil, o Banco Central tem que examinar a posição diária de mais de 200 bancos comerciais, o que dificulta a ação da autoridade nas operações de política monetária, na *sintonia fina*.

Nos Estados Unidos, exemplo da política monetária eficiente, somente bancos comerciais, americanos, membros do FED, dentre os milhares ali existentes, inclusive estrangeiros, possuem contas de depósitos em *FED Funds* no Federal Reserve Bank (Federal Reserve System). Somente aqueles bancos membros são *clearing*, pois só eles possuem contas de reservas no FED.

Os demais bancos comerciais são obrigados a manter conta de depósitos, exclusivamente, naqueles bancos *clearing* e, para negociarem no mercado de *FED Funds*, o fazem mediante acordos operacionais com o seu banco *clearing*, movimentando, em última análise, as reservas bancárias deste último.

Esta limitação de bancos com contas em *FED Funds* facilita o Federal Reserve Bank de Nova Iorque na condução da política monetária, através do seu principal instrumento de política monetária, já que este tem que analisar e acompanhar apenas a liquidez diária dos seus bancos membros.

8. O Giro de Recursos na Economia não Altera o Nível Total dos Fundos BC

As instituições financeiras não-bancos e as demais pessoas, jurídicas ou físicas, possuem suas contas correntes de depósitos à vista exclusivamente nos bancos comerciais,

e todos os saques ou depósitos sensibilizam exclusivamente as disponibilidades dessas contas. Quanto aos cheques emitidos a débito dessas contas (Fundos a Compensar ou *Clearing House Funds*), cuja liquidação venha transitar pela Câmara de Compensação, dois desdobramentos ocorrem:

a) o banco que acolher aquele cheque em depósito é, no dia seguinte, creditado automaticamente em igual valor na sua conta de Fundos BC, contra igual débito na conta de Fundos BC do banco sacado;

b) ao receber o cheque da Câmara de Compensação, o banco sacado debita o respectivo valor na conta corrente de seu cliente.

Esses procedimentos corretos abrangiam, até 1979, todas as liquidações com títulos públicos federais, estaduais e municipais em circulação no mercado. O resultado líquido das transações da espécie não afetava o nível total dos Fundos BC dos bancos comerciais, por uma razão simples: o movimento de perdas líquidas de Fundos BC de bancos na compensação diária corresponde exatamente a ganhos líquidos de Fundos BC por parte de outros bancos, na mesma compensação.

9. Os Instrumentos Clássicos de Controle Monetário — Depósito Compulsório

O primeiro instrumento clássico de política monetária — o compulsório sobre os depósitos nos bancos comerciais — tem a finalidade de limitar o poder de multiplicação da moeda, ou dos meios de pagamentos, por parte dessas instituições, através da obrigatoriedade do recolhimento, no Banco Central, de percentagem sobre o crescimento dos seus depósitos à vista e a prazo, em Fundos BC. Quanto maior for esse percentual, menor a capacidade dos bancos de aumentarem os meios de pagamento, e quanto menor for o percentual fixado pelo Banco Central, maior capacidade terá o sistema bancário de conceder crédito para as atividades econômicas.

Sua eficiência para os citados objetivos é muito grande, mas *não é um instrumento operacional para controle da expansão monetária na sintonia fina (fine tuning)*, ou seja, para ajustes das reservas bancárias, para mais ou para menos, no dia-a-dia, porque as alterações dos percentuais do compulsório, com aquele fim, atuam por trancos, já que seria impraticável alterar o compulsório diariamente, ou várias vezes ao dia, para ajustar as reservas aos níveis desejados.

10. Redesconto de Liquidez

O segundo instrumento clássico de política monetária é a assistência financeira (redesconto) de liquidez, que é um empréstimo do Banco Central a Bancos Comerciais que ficaram com saldo negativo na sua conta corrente de Fundos BC. Por representar para os

bancos comerciais um endividamento junto à Autoridade Monetária e, também, pelo seu custo relativo elevado, só é utilizado como último recurso. A taxa de juros maior ou menor que o Banco Central fixa para o redesconto é um sinalizador da política monetária, de maior ou menor aperto de liquidez, desejada pela autoridade. É, contudo, um instrumento passivo, já que é utilizado após ter havido o fato concreto de perda de Fundos BC.

11. Operações de *Open-Market*

As operações de *open-market*, como terceiro instrumento clássico de política monetária, são as operações de compra e venda de títulos federais feitas pelo Banco Central no Mercado Aberto (*open-market*) para controle da expansão monetária no dia-a-dia, como instrumento típico, com esse fim, de ação na *sintonia fina*. No caso brasileiro, as operações de mercado aberto atingem seus objetivos influenciando apenas o volume de Fundos BC disponíveis do sistema bancário depositado no próprio Banco Central, produzindo pouco efeito sobre a taxa de juros dos empréstimos daquele sistema. Isto se explica pelo fato de aquela taxa (englobando geralmente taxa de juros e de correção monetária) estar sujeita a limitações institucionais que, aliadas à demanda por empréstimos, sempre tendentes a superar a oferta, fazem com que ela tenda a se estabilizar no limite máximo, tornando-se pouco flexível às variações na quantidade de dinheiro no sistema. Além disso, as taxas de juros do mercado monetário não devem guardar, no curtíssimo prazo, estreita relação com a taxa de inflação, refletindo principalmente a maior ou menor disponibilidade de Fundos BC desejada pelos bancos, sancionada ou não pelo Banco Central, no interesse da política monetária programada.

O Banco Central, até 1979, não cuidava simplesmente das pressões sobre os Fundos BC que já se tinham manifestado. Através das operações de mercado aberto, ele procurava antecipar-se suprimindo o sistema bancário com Fundos BC adicionais, apesar das variáveis que afetavam diariamente esses Fundos no Brasil, a fim de evitar que as pressões se acumulassem e viessem a se tornar efetivas. Conquanto os bancos, individualmente, pudessem contrabalançar os efeitos de uma perda de Fundos BC para outros bancos, o sistema bancário, como um todo, não podia compensar grandes perdas desses fundos, sem produzir severas pressões no mecanismo monetário (as operações de mercado aberto devem habilitar o Banco Central a enfrentar, prontamente, as principais pressões sobre os Fundos BC, causadas por fatores operacionais, tais como mudanças no *Float*, nas operações do Tesouro Nacional, no volume de moeda em poder do público e nos Fundos BC exigidos aos bancos). O mercado monetário, por si só, pode apenas acomodar-se a pequenas pressões de curta duração, de várias modalidades, sobre os Fundos BC.

Por outro lado, naquele período, se o Banco Central julgasse necessário ativar a economia, através de estímulo aos bancos comerciais a expandirem suas operações ativas, simplesmente comprava liquidamente títulos federais em circulação no sistema financeiro. Assim, propiciava reservas aos bancos carentes de Fundos BC, ocasionando maior disponibilidade de recursos para o sistema bancário, induzindo à normalização do ritmo de concessão de empréstimos, para reativar a economia ou estabilizar o mercado.

Nos momentos em que o sistema bancário se encontrasse com excesso de Fundos BC, representando potencial inflacionário, o Banco Central adotava política inversa, ou seja, vendia liquidamente títulos ao mercado, esterilizando o produto das vendas em Fundos BC. O resultado é que, com níveis mais baixos de Fundos BC, os bancos comerciais tendiam a emprestar menos e, por via de consequência, diminuía o crescimento dos meios de pagamento.

Nota-se, assim, que a atuação do Banco Central do Brasil, através das operações de mercado aberto, não era passiva, até 1979, como ocorre com o redesconto de liquidez, e na década de 80, com as próprias operações de *open-market*. À época, a iniciativa de atuação era sempre sua e não do mercado. Além disso, como ele atuava através de bancos comerciais e de instituições financeiras outras, a rede bancária não tinha como se furtar à sua ação, até 1979.

A tarefa do Banco Central de atenuar as pressões sobre os Fundos BC, ou de agir no sentido inverso, é um trabalho diário, sem fim. Se essa pressão se acentua, exige-se a ação do Banco Central, primeiro a fim de suprir Fundos BC e, depois, para retirar os eventuais excessos. Além disso, a atuação do Banco Central deve ser constante, de molde a manter o mercado sem poder identificar, a cada instante, qual a política que está sendo seguida, pois, do contrário, o mesmo mercado procurará tomar medidas de defesa que terminarão por anular os esforços dirigidos para um ou outro sentido.

Até 1979, a *liquidação das operações* no mercado aberto obedecia à seguinte sistemática:

a) operações de *open-market* (compra e venda de títulos do Tesouro Nacional, pelo Banco Central do Brasil): liquidação com Fundos BC, impactando o seu resultado, diretamente, para mais ou para menos, o nível total de Fundos BC dos bancos comerciais, e, também, o nível das taxas de juros praticadas no mercado monetário; tais operações cumpriam seu objetivo de regular a liquidez da economia, no curto prazo, de acordo com a política perseguida pelo Governo;

b) operações de giro da dívida pública federal em títulos do Tesouro, através das ofertas públicas conduzidas pelo Banco Central: liquidação também em Fundos BC (não alteram a base monetária ou o total dos Fundos BC, porque o valor total do resgate corresponde ao da nova colocação);

c) operações de colocação líquida de títulos do Tesouro Nacional, para regular seu fluxo de caixa ou para cobertura do déficit público: as liquidações são em Fundos BC, afetando o seu nível e, dependendo do seu volume, também o nível de taxas de juros de seus títulos;

d) operações no mercado aberto (*open-market*) de compra e venda de títulos dos tesouros Nacional, Estadual e Municipal, em circulação no mercado, entre instituições financeiras bancárias e não-bancárias, outras pessoas jurídicas e pessoas físicas, *sem interveniência do Banco Central*: as liquidações transitavam obrigatoriamente pela movimentação diária da Câmara de Compensação de Cheques e Outros Documentos, sem afetar o nível total dos Fundos BC dos bancos comerciais, à semelhança das demais transações financeiras realizadas por toda a economia, levadas à mesma compensação.

12. Compra e Venda de Fundos BC

Até 1979, na primeira hora da abertura dos bancos, estes já dispunham das posições líquidas de suas perdas ou ganhos na compensação (como descrito em *d*, no item anterior) cujo resultado era levado a débito/crédito de sua conta de Fundos BC. Nos casos em que essa conta apresentasse saldo devedor, o banco automaticamente acionava sua mesa operacional para ir ao mercado *comprar*, no *overnight*, fundos para cobrir aquele saldo, em operação com outro banco que estivesse com saldo positivo em Fundos BC.

A variação da taxa de juros praticada para essas operações com Fundos BC era o indicador diário do nível de liquidez dos bancos e da economia. Caso a política monetária perseguida pelo Banco Central fosse muito dura, o mecanismo do redesconto de liquidez, pelos bancos, era obrigatoriamente utilizado para cobertura de perdas na compensação, constituindo mais um elemento para ajudar aquela política. Este último instrumento de política do Banco Central, não obstante sua grande importância, entrou em desuso a partir de 1980, bem como a compra e venda de Fundos BC entre bancos, pelas razões adiante apontadas.

13. Mudança na Condução da Política Monetária em 14.11.79

Até 1979, o compulsório sobre os depósitos nos bancos e o redesconto de liquidez tiveram sua eficiência inteiramente preservada no controle da base monetária. O mesmo ocorria, como acentuado, com as operações de *open-market*, como principal instrumento operacional, com aquele mesmo objetivo, por atuar na *sintonia fina* do dia-a-dia, no controle do nível dos Fundos BC dos bancos, de acordo com o maior ou menor aperto de liquidez perseguido pela política operacional do Banco Central.

A partir de 14.11.79, pela Circular nº 466, de 11 do mesmo mês, equivocadamente, a Diretoria do Banco Central do Brasil introduziu radicais alterações na forma das liquidações financeiras das operações de *open-market* e no mercado aberto, até então *vigentes para as LTNs em circulação no mercado*, que eram realizadas com recursos a compensar, com trânsito, os respectivos pagamentos ou recebimentos pela Câmara de Compensação.

Com a citada alteração, tais liquidações (inicialmente para LTN, mas, posteriormente, abrangendo, além de outros títulos públicos federais, os títulos públicos estaduais e municipais) passaram a ser exclusivamente a débito direto (no mesmo dia) nas contas dos Fundos BC dos bancos comerciais, no Banco Central do Brasil, sem trânsito pela Câmara de Compensação. A Seção 6, números 16 e 17, do regulamento anexo à citada circular, que trata das referidas liquidações financeiras, determina que sejam elas feitas nas *contas de reserva* (compulsório em espécie), *como está ali redigido*, o que confunde, para os menos familiarizados com a matéria, o conceito de reserva legal com reserva de livre movimentação.

14. Clientes com Poderes de Movimentar Diretamente as Contas de Fundos BC dos Bancos Comerciais

Os procedimentos operacionais no *open-market*, a partir de 14.11.79, e em decorrência daquelas alterações, passaram a ser os seguintes, em resumo, *para os títulos em circulação em poder do mercado*, tudo se passando como se o público tivesse, também, conta de depósito no Banco Central:

a) operações entre bancos comerciais:

- o banco comprador dos títulos públicos tem que dispor de saldo de Fundos BC no ato da liquidação da operação;
- o banco vendedor dos títulos ganha Fundos BC também no ato da liquidação da operação.

b) operações dos bancos comerciais com seus próprios clientes:

- na compra dos títulos públicos, pelos clientes, o banco perde Fundos BC no ato da liquidação da operação (caso não disponha de títulos em carteira), com a contrapartida de débito na conta corrente do cliente;
- no caso de venda de títulos públicos pelos clientes, o banco ganha Fundos BC ao vender os títulos a outra instituição, com a contrapartida de crédito na conta corrente do cliente;
- cliente do banco *A* procura o banco *B* para aquisição de títulos públicos, com a liquidação da operação a débito de sua conta corrente no banco *A*: este último perde Fundos BC no ato da realização da operação (Documento nº 5 do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia — Selic) para o banco *B*, ao tempo em que debita a conta de depósitos à vista do cliente;
- no caso de bancos de investimento, corretoras e distribuidoras, que operam em larga escala no mercado e fazem todas suas compras e vendas de títulos públicos mediante débitos/créditos nas suas contas de depósitos à vista nos bancos comerciais, os procedimentos operacionais são os seguintes:

— operações de compra e venda com pessoas jurídicas não-financeiras ou pessoas físicas, com conta corrente nos bancos *A*, *B* ou *C*, cuja instituição financeira intermediadora tem conta corrente no banco *D*: esta última instituição financeira realiza, *on-line*, as operações a débito/crédito direto na conta de Fundos BC do banco *D*, no Banco Central do Brasil, a crédito/débito das mesmas contas dos bancos *A*, *B* ou *C* (Documento nº 8 do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia — Selic), mediante débitos/créditos na sua conta de depósitos à vista no banco *D*, para o qual faz um resumo diário sobre as operações realizadas e que geraram aqueles débitos/créditos na conta de Fundos BC e na sua conta corrente.

- o banco *D* perde Fundos BC para os bancos *A*, *B* ou *C*, no caso de compra de títulos públicos, pela instituição intermediadora, para seus clientes pessoas jurídicas não-financeiras ou pessoas físicas;
- o banco *D* ganha Fundos BC dos bancos *A*, *B* ou *C*, no caso de venda de títulos públicos pela instituição intermediadora.

As alterações acima resumidas não foram precedidas de nenhum estudo técnico completo conhecido que as justificasse (exemplo: não estava ainda institucionalizado o *dealer-loan* no Brasil), sob o ponto de vista de aprimoramento do mercado ou da política monetária, pois havia apenas a preocupação de como facilitar a liquidação das operações a nível de computador. Não se conhece, também, literatura de outros países com tradição de eficiência na condução das operações de *open-market* que tenham adotado medida semelhante, isto é, *onde títulos em circulação no mercado sejam negociados, inclusive pelos clientes dos bancos comerciais, exclusivamente com fundos mantidos nos respectivos Bancos Centrais, em operações das quais estes não participem.*

A equivocada medida provocou as seguintes consequências:

- a) todo o estoque de LTN em circulação no mercado foi transferido, em um só dia, a partir de 14.11.79, de liquidação com recursos a compensar para liquidação em Fundos BC;
- b) o cheque perdeu o poder liberatório para comprar títulos públicos;
- c) as instituições financeiras não-bancos e as demais pessoas jurídicas ou físicas que fazem aplicações em títulos públicos passaram a considerar, daquela data em diante, seus saldos de depósitos em conta corrente nos bancos comerciais, após compensados seus cheques, como se Fundos BC fossem e como se tivessem contas no Banco Central, atuando indiretamente como um banco comercial qualquer;
- d) foi criado posteriormente o DSB (Documento de Saque Bancário), pelo Banco do Brasil, negociável no mercado, para atender saques dos correntistas, a débito na conta de Fundos BC de seu banco comercial, no Banco Central;
- e) milhões de correntistas dos bancos nessas condições passaram a ter a faculdade, pelas novas normas, de utilizar operacionalmente qualquer instituição financeira intermediadora para adquirir títulos públicos, com débito instantâneo (no mesmo dia) na conta de Fundos BC de outros bancos, com contrapartida de débito na conta corrente de cada cliente nos respectivos bancos sacados.

15. Asfixia do Mercado de Títulos Públicos e Perda de Eficiência da Política Monetária

O estreitamento do mercado de títulos públicos nos últimos 10 anos, como comprova a permanente e exagerada elevação da carteira do Banco Central, na década de 80, financiando o déficit público (vide quadro anexo), e a conseqüente perda de eficiência da política monetária decorreram dos seguintes fatos:

1) as instituições financeiras não-bancos, com a mudança para a liquidação em Fundos BC, ficaram impossibilitadas de formar grandes carteiras de títulos públicos junto à clientela; isto porque somente o valor correspondente ao seu capital próprio disponível é passível de ser mantido em depósito na conta corrente de seu banco, de um dia para o outro, para que aquelas tenham o direito de sacar em Fundos BC, já que esse depósito veio de saque contra depósito em outro banco, que cedeu, assim, àqueles Fundos BC;

2) as instituições financeiras, citadas no item anterior, só conseguem carregar grandes carteiras de títulos públicos, acima de seu capital disponível, financiando-os no *over*, junto a outros bancos com eventuais disponibilidades de Fundos BC, e junto ao próprio Banco Central;

3) os citados financiamentos podem atingir até 30 vezes o patrimônio líquido daquelas instituições e são concedidos à medida que os bancos comerciais acumulam excesso de Fundos BC, como, por exemplo, no caso do recolhimento de compulsório ou de tributos; por ocasião do repasse desses recursos ao Governo, deixam os bancos comerciais de conceder os mencionados financiamentos, cabendo ao Banco Central socorrer tais instituições, para evitar sua quebra, por ser o único que tem poder de criar Fundos BC quando estes se esgotam nos bancos comerciais;

4) por ser *obrigado* o Banco Central a financiar as posições de LFTs das carteiras das instituições não-bancos que não conseguiram obter Fundos BC no mercado até o final do expediente diário, perde o Banco Central a iniciativa e o poder de ajustar a liquidez da economia, de acordo com os interesses da política monetária, beneficiando, assim, indiretamente, a administração da liquidez de cada banco;

5) o mercado de títulos públicos ficou praticamente nas mãos dos bancos comerciais — o que é indesejável para a existência de um amplo mercado de títulos — por serem as únicas instituições que mantêm conta de Fundos BC, com força para administrá-la em seu benefício, em que pese o número de variáveis que passou adicionalmente a sensibilizá-la, com a citada mudança;

6) o mercado de títulos públicos foi levado, de forma incontornável, a concentrar as operações no *over*, pelas seguintes razões: os bancos, para tornar administrável sua liquidez, as instituições financeiras, não-bancos, porque não possuem Fundos BC e dependem de financiamentos no *over* concedidos pelos bancos comerciais, quando giram negócios acima do seu capital disponível, e na ausência daqueles, pelo próprio Banco Central, que é obrigado a assisti-las;

7) na administração dos Fundos BC, os bancos comerciais adotaram posições de defesa, dentre as quais destacáramos:

- na manutenção sempre em zero, ou próximo de zero, do saldo diário de Fundos BC, para maximizar a sua rentabilidade, sem benefício ao conjunto do sistema bancário, na sua interdependência;
- manutenção, ainda, de boa posição de LFTs em carteira, para regular sua liquidez diária (o que está certo), independentemente das condições de mercado (o que está errado);
- crescimento do saldo de Fundos BC para recolhimento de compulsório, tributos e outras operações com o Banco Central ou com o mercado financeiro, correspondendo a concomitantes aplicações em LFT em circulação no mercado (quase

sempre de instituições financeiras não-bancos), as quais são convertidas em Fundos BC no ato de sua venda, para atender àqueles recolhimentos;

- venda de LFTs de sua carteira — sem possibilidade de prejuízos; as LFTs não dão prejuízo — para cobrir as perdas de Fundos BC respectivos, no caso de expansão de seus empréstimos, ou devido a perdas na compensação por esta ou outras operações;
- colocação de alguma dificuldade para que seus clientes apliquem em títulos públicos através de outras instituições, para evitar perda de Fundos BC para concorrentes.

8) as operações de *open-market*, conduzidas pela mesa do Banco Central, pelas razões apontadas, eliminaram, praticamente, o redesconto de liquidez para atender problemas de deficiência de Fundos BC, por parte do sistema financeiro (os bancos comerciais não freqüentaram o redesconto nestes últimos 10 anos, exceto no início do Plano Cruzado e agora no Plano Brasil Novo).

Títulos da Dívida Pública _
Valores Constantes (Milhões)
Cr\$ Fevereiro/90

Fim de Período	Títulos da Dívida Pública Estadual e Municipal	LBC/LFT + LTN + OTN			Total Geral	Participação (%) do BACEN nos Títulos Federais
		BACEN	Público	Total		
1970	16,066	3,535	158,897	162,432	178,498	2,18
1971	20,033	25,007	182,579	207,586	227,619	12,05
1972	19,987	25,914	278,194	304,107	324,094	8,52
1973	30,157	49,457	335,844	385,301	415,457	12,84
1974	37,341	3,137	353,472	356,609	393,950	0,88
1975	80,800	97,941	464,713	562,654	643,454	17,41
1976	90,795	32,331	574,774	607,105	697,900	5,33
1977	88,168	103,725	579,916	683,641	771,809	15,17
1978	94,939	88,353	633,846	722,200	817,138	12,23
1979	95,754	141,101	452,998	594,098	689,853	23,75
1980	81,308	125,935	333,719	459,653	540,961	27,40
1981	114,510	261,077	594,969	856,046	970,556	30,50
1982	143,422	415,965	675,457	1.091,422	1.234,843	38,11
1983	119,420	710,450	425,092	1.135,542	1.254,962	62,56
1984	117,288	512,830	731,841	1.244,671	1.361,960	41,20
1985	137,724	593,473	1.063,519	1.656,992	1.794,716	35,82
1986	153,092	1.865,534	895,570	2.761,104	2.914,196	67,56
1987	207,419	1.745,472	1.178,884	2.924,356	3.131,775	59,69
1988	192,852	1.245,844	1.585,826	2.831,670	3.024,522	44,00
1989	322,666	1.780,880	2.121,734	3.902,613	4.225,279	45,63
Jan./90	363,697	2.090,496	1.904,215	3.994,712	4.358,408	52,33
Fev./90	383,197	2.336,613	1.843,206	4.179,819	4.563,016	55,90

Como se vê, as operações com títulos públicos em circulação no mercado, de 10 anos para cá, perderam toda sua flexibilidade na dinâmica dos negócios entre os agentes econômicos, por serem estes obrigados a realizar a compra e venda desses títulos com um dinheiro de administração exclusiva dos bancos comerciais: os Fundos BC.

O Banco Central do Brasil, por sua vez, não tem como neutralizar, com as normas em vigor para liquidação das operações dos títulos públicos em mercado, as posições de defesa dos bancos comerciais na administração de seus Fundos BC, como descrito no item 7 do penúltimo parágrafo, ficando assim impossibilitado de tornar eficiente a política monetária no controle da liquidez da economia.

Em consequência da incapacidade de os instrumentos de política monetária atingirem seus objetivos, deixou de existir o Comitê de Mercado Aberto do Banco Central, fórum da máxima importância, que se reunia, até 1979, de 20 em 20 dias, para analisar o comportamento da economia e traçar as diretrizes de política monetária para o período seguinte.

16. Solução Extrema de Curto Prazo para Controlar a Liquidez da Economia

Por falta de diagnóstico sobre as razões da falência dos instrumentos de política monetária no Brasil, para regular a liquidez da economia e para cumprir a sua importante parte no controle da inflação, o Governo, pela Medida Provisória 168, de 15.03.90, resolveu atacar o problema de forma radical, tornando indisponível 80% da poupança financeira de toda a sociedade brasileira.

A pergunta que fica no ar é se o Governo tinha outra alternativa para reduzir a níveis mínimos a inflação, dada a incontrolável liquidez no mercado financeiro, decorrência da excessiva concentração de recursos da economia no *overnight* e em aplicações de prazo máximo de 30 dias, por desconhecimento do Governo, na década de 80, sobre como funciona o mercado aberto e, em particular, as operações de *open-market* conduzidas pelo Banco Central, com fins de política monetária.

Em resposta, pode-se afirmar que as distorções, caso não corrigidas pela indisponibilidade, provocariam os seguintes efeitos:

a) no ajuste fiscal de 10% do PIB: os impactos contracionistas da liquidez, decorrentes do recolhimento de tributos pelo Governo seriam anulados pelo resgate concomitante, pelo Banco Central do Brasil, de valores correspondentes de LFTs existentes no mercado, haja vista as razões já expostas neste trabalho;

b) na redução da inflação: grande monetização, com resgates maciços de poupança, LFTs e depósitos a prazo, que provocariam uma exacerbação de consumo, com riscos de desabastecimento e retomada do processo inflacionário, não contornável pela prática, apenas, de altas taxas de juros pelo Banco Central, de que foi exemplo o Plano Verão, em decorrência das distorções na condução das operações de *open-market*, neste trabalho enfocados.

Observação: o nível das taxas de juros no mercado monetário deve ser consequência do maior ou menor saldo total — até negativo — das reservas de livre movimentação dos

bancos comerciais (Fundos BC), e não da decisão do Banco Central de fixá-lo alto ou baixo, independentemente do que sinaliza aquele saldo, no pressuposto de que assim está tornando eficiente a política monetária, o que na realidade não acontece.

A referida Medida Provisória, ao ser aprovada pelo Congresso Nacional, transformou-se em lei, daí estarmos diante de um fato consumado, razão da outra grande pergunta, enunciada no início deste trabalho: como o Governo devolverá os recursos da sociedade indisponíveis em conta à ordem do Banco Central do Brasil, sem causar um excesso de liquidez e retorno da hiperinflação?

Este é o grande problema, cuja solução depende, no nosso entender, em decorrência dos fatos analisados, unicamente de decisões de ordem administrativa, por parte da Diretoria do Banco Central, do CMN e do Tesouro Nacional. Sugestões nesse sentido são, a seguir, resumidas.

17. Medidas para Restabelecer a Eficácia da Política Monetária

Diz o ditado chinês que "não se consegue caminhar 2.000 quilômetros sem o primeiro passo".

O primeiro passo será restaurar a eficiência dos instrumentos de política monetária, com a adoção das seguintes importantes medidas:

a) no âmbito de decisão do Conselho Monetário Nacional e da Diretoria do Banco Central:

- alterar a Seção 6-16 e 17 do Regulamento anexo à Circular nº 466, de 11.10.79, do Banco Central, que transferiu para liquidação financeira exclusivamente em *Reservas* (compulsório em espécie) as operações de compra e venda de títulos públicos, em circulação e poder do mercado;
- a alteração de que trata o item 1, anterior, deverá ser feita no sentido de transferir, na data da decisão do Banco Central, para liquidação financeira com Fundos a Compensar (*Clearing House Funds*) — este o nome correto e não cheques ADM —, os valores relativos a títulos em circulação em mercado, registrados no Selic, de propriedade de todas as instituições financeiras, bancos e não-bancos, e demais pessoas jurídicas e físicas, com os seguintes desdobramentos:
 - títulos do Tesouro Nacional: registro da custódia e da liquidação financeira, exclusivamente no Selic, com Fundos a Compensar (*Clearing House Funds*), obedecidos os mesmos procedimentos da Câmara de Compensação de Cheques;
 - títulos públicos estaduais e municipais: registro da custódia e da liquidação financeira, transferido do Selic para o Cetip, obedecidos os procedimentos existentes para este último, nas liquidações financeiras;

- manter em Fundos BC as liquidações financeiras de compra e venda de títulos do Tesouro Nacional, pelo Banco Central, em mercado, bem como as ofertas públicas referentes ao giro da dívida, e de colocações líquidas desses papéis;
- cancelar o DSB (Documento de Saque Bancário) e criar novo documento, inegociável, destinado exclusivamente para saques de papel-moeda, pelos bancos comerciais, no Banco do Brasil e no Banco Central;
- manter em Fundos BC apenas os recolhimentos, pelos bancos comerciais no BC, dos tributos federais da administração direta da União, voltando a ser em Fundos a Compensar (*Clearing House Funds*) os recolhimentos de tributos da administração indireta da União, no Banco do Brasil; o Banco Central, no interesse da execução da política monetária, poderá autorizar a retenção, na rede bancária arrecadadora, de eventuais superávits de caixa do Tesouro Nacional, mediante remuneração a favor deste último, podendo também determinar o seu recolhimento a qualquer momento, sem aviso prévio;
- criar o CDI (Certificado de Depósito Interbancário), escritural e em Fundos BC, com registro exclusivo no Selic para viabilizar as compras e vendas desses Fundos entre bancos comerciais, objetivando nivelar suas posições de perdas e ganhos na Câmara de Compensação de Cheques e Outros Documentos (as taxas de juros diários do CDI em Fundos BC passarão a ser o indicador da liquidez do sistema bancário);
- restabelecer o Comitê de Mercado Aberto do Banco Central do Brasil, a ser composto por sua Diretoria, um representante do Ministério da Economia, um do Banco do Brasil (e respectivos assessores), e pelos chefes dos departamentos do Banco Central (e assessores) das áreas responsáveis pela condução da política monetária;
- posteriormente, quando as condições de controle da inflação estiverem seguramente estabelecidas, estudar a implantação do *dealer-loan* que, no nosso entender, requer, entre outras análises, a redução do atual nível de compulsório; tal providência, à medida que os instrumentos de política monetária voltarem a ter eficiência, dotará as operações de *open-market* de maior potência e flexibilidade que, em última análise, possibilitará ao Banco Central ter em mãos um instrumento mais poderoso de controle da liquidez da economia.

b) no âmbito de decisão do Tesouro Nacional:

- extinguir as LFTs (títulos de rentabilidade determinada pelo Banco Central e prejuízo nulo). Este título de curto prazo garante rentabilidade igual à taxa de juros do *overnight*, fixada pelo Banco Central com base na inflação esperada para o mês, mais uma taxa de juro real, o que estimula concentração de recursos no *over*, porque, protegido em relação à inflação, o investidor só tem motivos para não alongar o prazo de suas aplicações; a existência de um título com essas características é a negação explícita das regras básicas de uma economia de mercado;
- facultar o Tesouro Nacional aos possuidores de LFTs para que troquem esses papéis por BTN de prazos mais longos, a partir do momento em que iniciar o funcionamento do mercado de CDI em Fundos BC, cuja taxa diária sugere-se que passe a remunerar as LFTs remanescentes. Como a taxa de juros diária de negociação de CDI, em fundos BC, deve sofrer variações que não estão, necessariamente, vinculadas à taxa de inflação, o mais provável é que seja muito grande

aquela troca. Com a volta da negociação dos títulos federais, em mercado, com Fundos a Compensar (*Clearing House Funds*), como sugerido no item seguinte, a sobrevivência das LFTs perde o sentido, porque haverá uma natural desconcentração das aplicações no *over*, já que as instituições financeiras passarão a depender de seus clientes, e não do Banco Central, para dimensionar o tamanho de sua carteira de títulos públicos;

- voltar o governo a emitir LTNs, colocadas em mercado com desconto sobre seus valores de resgate, e com prazos de 61, 91, 182 dias e, posteriormente, um ano, para cobrir parte do giro da dívida pública do Tesouro Nacional, e para execução da política monetária.

As vantagens das LTNs, em relação às LFTs, são grandes, porque suas taxas de rendimentos não são fixadas pelo Banco Central, e sim pelo mercado, nas Ofertas Públicas por este realizadas semanalmente, e alteradas pelas condições diárias de mercado, não havendo, assim, como tabelar as ditas taxas, o que desestimula, também, aplicações apenas no *over*.

As taxas de juros de Fundos BC e de títulos do Tesouro Nacional, com as alterações propostas, voltarão a ser formadas pelo mercado e influenciadas pelo Banco Central, conforme o interesse da política monetária.

As benéficas consequências dessas oito medidas sugeridas são de duas ordens:

- a) no interesse do aperfeiçoamento da condução da política monetária;
- b) para restaurar a dinâmica do mercado de títulos públicos entre instituições financeiras e junto aos demais aplicadores.

17.1. Aperfeiçoamento da política monetária

Os três clássicos instrumentos de política monetária voltarão a ter grande força no controle da liquidez, porque:

a) será significativamente simplificado o acompanhamento do nível das contas de Fundos BC dos bancos comerciais, porque as grandes variáveis decorrentes das operações de compra e venda de títulos públicos realizadas diariamente pelo mercado, sem a intervenção do Banco Central, deixarão de existir, uma vez que não mais transitarão seus débitos e créditos por aquelas contas;

b) voltam a ser dos bancos comerciais as iniciativas exclusivas de movimentar suas contas de Fundos BC; o cancelamento do DSB impedirá que os clientes de bancos saquem sobre suas contas de Fundos BC;

c) os saldos de Fundos BC dos bancos, não utilizados até o final do expediente diário, dormirão em conta, sem remuneração, dadas as restrições institucionais para seu uso (o Banco Central não deverá *zerar* o saldo dessas contas, para remunerá-las com a venda de títulos federais no *over*, como ocorre até o momento);

d) o acompanhamento do nível dos Fundos BC voltará a ser o principal indicador diário para balizar a política a ser seguida pelo Banco Central em suas operações, com vistas a promover o maior ou o menor aperto monetário;

e) a transparência na condução da política monetária aumentará consideravelmente, com a mudança da atual sistemática de recolhimento de tributos _ incluindo Iapás _ federais, para Fundos a Compensar (o recolhimento em Fundos BC foi outra medida equivocada, adotada na década de 80, que ajudou a levar à falência os instrumentos de política monetária); como os recolhimentos de tributos federais em Fundos BC são concentrados em valor, não há como os bancos manterem saldos em conta para essa finalidade, a não ser desestabilizando o mercado, exceto se tais fundos forem obrigatoriamente fornecidos pelo próprio Banco Central; por isso, essa sistemática de recolhimento em Fundos BC deve ser cancelada sob pena de comprometer a eficiente condução da política monetária.

17.2. Restauração da dinâmica do mercado de títulos do Tesouro Nacional

O sistema financeiro voltará a depender principalmente de sua clientela para carregar suas carteiras de títulos públicos, cessando a atual estrita dependência dos financiamentos do Banco Central, por que:

a) o Banco Central não opera com Fundos a Compensar — *Clearing House Funds* (seus recursos são sempre reservas) —, razão pela qual, com a alteração da proposta, não terá mais que financiar obrigatoriamente, como faz hoje, as posições de carteira de títulos públicos federais das instituições financeiras que não conseguirem zerar suas posições, e que passarão a amanhecer *estouradas* na compensação (para instituições financeiras não-bancos, este estouro será na conta corrente onde centralizam seus depósitos, e só poderá ser evitado se tiverem clientes, ou tomarem Fundos BC no mercado);

b) o Banco Central só entrará no mercado, como ocorria até 1979, na compra e venda de títulos federais, *de forma definitiva ou através de acordos de recompra*, no interesse exclusivo do alcance da política monetária por ele perseguida e para manter a estabilidade do mercado aberto;

c) deixará de existir a atual prática do Banco Central de adquirir obrigatoriamente LFTs do sistema financeiro, injetando Fundos BC no mercado para compensar perdas, como no caso de recolhimentos de tributos federais, de compulsório etc., o que fez com que perdesse o comando do controle na condução da política monetária, visando regular a liquidez da economia;

d) deficiência de saldo na conta de Fundos BC, no final do dia, não coberto no mercado de CDI, importará em saque sobre sua *média-móvel*, ou em pedido de assistência (redesconto) de liquidez no Banco Central (com as alterações propostas, este voltará a ser utilizado quando necessário, porque os atuais mecanismos usados pelos bancos, para manter sua total liquidez, deixarão de existir);

e) o Banco Central não terá mais como ficar *Over Sold* em títulos públicos, junto ao mercado.

18. Volta do Mercado de Fundos BC

Com as alterações propostas, estará restaurado o conceito de Fundos BC no Brasil. A administração dessa conta, pelos bancos, diariamente, passará a ser, como acontecia até 1979, o exercício de administração financeira mais importante para controle de sua liquidez.

O mercado de Fundos BC é o mais fundamental dos mercados, do ponto de vista de controle monetário, sendo sinalizador — pelas taxas de juros nele praticadas diariamente — dos demais mercados (financeiro e de capitais), o que exige, por parte do Banco Central, transparência ou divulgação (*Disclosure*) de dados semanais de todos os indicadores monetários e financeiros — alteração da carteira de títulos federais do Banco Central, das reservas bancárias e das reservas em moeda estrangeira, das contas do Tesouro Nacional etc., de tal forma a permitir que o mercado possa ter uma base sobre a qual venha formar o seu *juízo de valor* no que tange às taxas que deverá praticar, quer no mercado primário (ofertas públicas), quer no mercado secundário.

A compra e venda de Fundos BC, entre Bancos Comerciais, para nivelar posições de reservas, em decorrência, principalmente, do resultado da Câmara de Compensação de Cheques, será mais um acontecimento que concorrerá grandemente para o aperfeiçoamento da política monetária, após a implantação das alterações propostas neste trabalho.

A taxa de juros média de negociação daqueles fundos, em mercado, será o melhor indicador do maior ou menor aperto monetário praticado pelo Banco Central.

Até 1979, essas operações eram feitas, de acordo com a Carta Circular Gedip nº 51, de 16.09.71, mediante a compra e venda simultânea de LTN no *overnight*, com a intervenção de um cheque do Banco do Brasil ou do Banco Central e um cheque ADM, a compensar (aqui o nome ADM está correto, porque traduz cheques *ADMinistrativos* emitidos pelos bancos comerciais contra sua própria caixa). Após esse ano, como destacado, a troca de reservas entre bancos caiu em desuso, por desnecessária. Foi um erro.

19. Índice da Correção Monetária

Elegeu o Governo um índice para o cálculo da correção monetária imune a manipulação e alterações.

De 1965 a 1979, o índice pelo qual se calculava a correção monetária foi apurado pela Fundação Getúlio Vargas. Nesses 14 anos a correção monetária média acompanhou exatamente a inflação.

Foi o período áureo do crescimento de nossa poupança interna (o milagre brasileiro em termos de crescimento econômico foi na década de 70), em que os títulos do Tesouro Nacional chegaram a ter um prazo médio, em mercado, de mais de dois anos, e os depósitos a prazo e caderneta de poupança, um prazo mínimo de seis meses.

Os títulos do Tesouro Nacional em circulação, à época, eram de prazo de 91 e 180 dias, 1, 2 e 5 anos, daí aquele prazo médio da dívida não poder estar sempre além de dois anos, sob pena de desequilibrar o mercado.

O Governo federal, em decorrência de dificuldades econômicas episódicas, e usando o raciocínio de que "os fins justificam os meios", na década de 80, desmoralizou a correção

monetária, dada a manipulação que esta passou a sofrer (tabelamento, redutores, extinção, mudança de índices e por último estatização de sua apuração pelo IBGE), sem que essas medidas resolvessem o problema da inflação, pelo contrário, só agravando o seu processo, além de desestimular a poupança e colocá-la no curtíssimo prazo, com os investidores acusados de serem especuladores (!).

Como a inflação tem sido secularmente alta no Brasil, por ser um país em desenvolvimento, com grandes problemas de infra-estrutura ainda a serem resolvidos, ninguém poupa a longo prazo sem ter um mecanismo de proteção contra ela. Não adianta o Governo afirmar que inflação é coisa do passado e que tal proteção é dispensável, pois os governos têm mandato de médio prazo e nada garante que o governo seguinte mantenha a mesma política.

É inegável a competência técnica do Governo, através do IBGE, para apurar índices, mas só o setor privado, como provado no passado, terá a confiança dos investidores na apuração da correção monetária.

20. Conclusões

As medidas até aqui indicadas, se implementadas pelo Governo, representarão não só o primeiro passo para aperfeiçoar o controle da liquidez da economia, como também uma caminhada de pelo menos 1.000 quilômetros, dos 2.000 do ditado chinês.

A outra metade da caminhada, que falta, com aquele importante objetivo, é muito mais difícil, e dependerá, única e exclusivamente, do alongamento *voluntário* do prazo da nossa poupança financeira interna, na medida em que ocorra a liberação, pelo Banco Central, dos recursos até agora mantidos ali indisponíveis por 18 a 30 meses.

Sem esse alongamento voluntário do prazo da poupança financeira, das duas uma: ou volta a inflação ou o Governo, para evitar que isto aconteça, confisca, de uma forma ou de outra, aqueles recursos.

Ambas as hipóteses não servem ao País. A volta da inflação desgastaria de tal forma a imagem do Governo que o desestabilizaria, podendo antecipar a implantação do parlamentarismo em um clima de crise institucional.

O confisco dos recursos atualmente mantidos indisponíveis no Banco Central, mesmo que adotado de forma indireta, representaria o atestado de óbito do incentivo à poupança financeira voluntária e resultaria no desmantelamento final do mercado.

Sem poupança interna — com a externa não se pode contar — não há como financiar, de forma não inflacionária, o nosso crescimento econômico. Como consequência, o País entraria em uma crise social, política e econômica.

A difícil tarefa de alongar o perfil de nossa poupança voluntária interna (a única consistente com um sistema de livre mercado), na proporção em que ocorra a devolução dos recursos indisponíveis no Banco Central do Brasil, terá que ser realizada pelo Governo federal com medidas concretas que restabeleçam a indispensável confiança dos investidores na forma de apuração, sem manipulação, dos índices da correção monetária (o exemplo tem que vir de cima), sem o que nada dará certo, pois, sem a formação de poupança, não há como financiar o crescimento econômico.

O nosso Presidente da República, Fernando Collor, tem deixado bem clara sua inabalável determinação — para reduzir a níveis mínimos a inflação — de acabar com o déficit público, o que julgamos indispensável como um importante passo, na atual conjuntura, para que se volte, também, a ter controle sobre a política fiscal, como um *freio de arrumação* necessário, antes da retomada do crescimento econômico, quando o déficit programado e financiado de forma não inflacionária virá funcionar como mola propulsora desse mesmo desenvolvimento.

A dívida pública em títulos do Tesouro Nacional, que está em 17% do nosso PIB, não é grande, se comparada com a dos países desenvolvidos. Ela está sendo mal administrada e concentra-se no curtíssimo prazo e, desproporcionalmente, na carteira do Banco Central. Estes os males.

Uma política monetária eficiente, por sua vez, com os aperfeiçoamentos sugeridos neste trabalho, representará a contribuição fundamental para que aqueles relevantes objetivos sejam alcançados.

Só com tais aperfeiçoamentos na condução de nossa atual política monetária será possível a devolução dos recursos retidos no Banco Central — de acordo com dados divulgados pelo Banco Central do Brasil, em 19.04.90, dos Cr\$ 5,1 trilhões de haveres financeiros, Cr\$ 3,6 trilhões estavam ali indisponíveis — sem a volta dos males que o Governo visou debelar quando os retirou de circulação.

Originais recebidos em 26 de junho de 1990