

POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL RECENTE

**EDUARDO NAKAO
(BANCO CENTRAL DO BRASIL)**

LOCAL

Fundação Getúlio Vargas
Praia de Botafogo, 190 - 10º andar - Auditório

DATA

28/05/98 (5ª feira)

HORÁRIO

16:00h

Coordenação: Prof. Pedro Cavalcanti Gomes Ferreira
Email: ferreira@fgv.br - ☎ (021) 536-9250

FORBAN
Curso de Formação Básica

**Destinado aos analistas recém-admitidos no Banco Central
do Brasil**

Política Monetária: Alguns Aspectos Relevantes

Eduardo Hitiro Nakao

Brasília, Maio de 1998

1. Introdução

Em meados da década de sessenta o Sistema Financeiro Nacional passou por profundas modificações com a promulgação de leis importantes que o definiam, com destaque para as Leis da Reforma Bancária e do Mercado de Capitais.

A Lei nº 4.380, de 21 de agosto de 1964, criou o Banco Nacional da Habitação. Quatro meses depois, em 31 de dezembro, foi sancionada a Lei nº 4.595, conhecida como a Lei da Reforma Bancária. Além de definir uma nova estrutura para o Sistema Financeiro, essa Lei extinguiu a Superintendência da Moeda e do Crédito - SUMOC, que até então era o órgão responsável pela execução do controle monetário. Em seu lugar foram criados o Conselho Monetário Nacional, com a função de formular a política da moeda e do crédito, e o Banco Central do Brasil, com a atribuição de executar as diretrizes traçadas pelo Conselho Monetário.

A reforma do Sistema Financeiro consolida-se em 14 de julho de 1965, com a promulgação da Lei nº 4.728, que ficou conhecida como a Lei do Mercado de Capitais. Essa diploma legal estabeleceu medidas para disciplinar o mercado de capitais, diretrizes para o seu fortalecimento e desenvolvimento, bem como incentivos às companhias que promovessem a abertura de capital.

Além da necessidade de reestruturar o Sistema Financeiro, existiam, também, diversos problemas relacionados à dívida pública. A partir de 1964 esses problemas começam a ser equacionados. Naquela época o déficit público era coberto pela emissão de papel-moeda e pela colocação de Apólices do Tesouro junto ao público. Entretanto, as apólices haviam perdido a credibilidade. O pagamento dos serviços encontrava-se em atraso e sua rentabilidade era insuficiente para superar a taxa de inflação, cerca de 80% ao ano em função do crônico déficit público, uma vez que o pagamento semestral de juros oscilava entre 3% e 7% a.a.

Outro problema do Governo que agravava o déficit estava relacionado ao recolhimento de impostos e contribuições previdenciárias, que raramente eram pagos em dia. Isso ocorria porque os juros e as multas aplicadas aos recolhimentos em atraso eram inferiores às taxas de inflação corrente.

Uma das propostas do então Ministro da Fazenda Octávio Gouveia de Bulhões para equilibrar as contas do Governo era aumentar a receita através da emissão de títulos públicos. Seria necessário criar um instrumento que desse credibilidade aos papéis do Governo e, ao mesmo tempo, servisse para corrigir os débitos dos contribuintes com o Governo. Recuperada a credibilidade, seria possível adicionar receita através da colocação de títulos no mercado.

Em 16 de julho de 1964, foi promulgada a Lei nº 4.357, que criou a Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional - ORTN, com a finalidade de substituir as antigas apólices do Governo. A inovação que trazia este novo título era um seguro contra a inflação. Além de pagar juros semestrais, o título seria corrigido monetariamente, com base na variação do Índice de Preços por Atacado - IPA, apurado pela

Fundação Getúlio Vargas. A correção monetária serviria, também, para corrigir os impostos e as contribuições em atraso.

Em princípio, a absorção voluntária desses títulos pelo setor privado foi pequena, já que a colocação junto ao público era realizada apenas na rede de agências do Banco do Brasil.

O principal objetivo da Lei da Reforma Bancária era o de permitir que o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central, aliados ao Ministério da Fazenda, executassem a política monetária conjugada à política fiscal. Assim, em abril de 1965, o Banco Central inicia suas atividades incorporando a Superintendência da Moeda e do Crédito do Ministério da Fazenda. Do Banco do Brasil foram incorporadas a Carteira de Redesconto, a Carteira de Câmbio, bem como a Caixa de Mobilização Bancária.

Com relação ao funcionamento do mercado financeiro, o fato de quase só existirem operações no mercado primário prejudicava o financiamento da dívida mobiliária interna, dada a falta de liquidez decorrente da inexistência de um mercado secundário dinâmico e ativo.

Naquela época, o Governo tinha como principais demandantes de títulos públicos o Banco Central, que, mediante autorização do Conselho Monetário Nacional, podia adquirir títulos do Tesouro Nacional com emissão de papel-moeda, as sociedades seguradoras, para aplicação de suas reservas técnicas, e os bancos, para fins de composição dos seus recolhimentos compulsórios.

Ao decidir utilizar as operações de mercado aberto, o Governo desejava um mecanismo mais flexível e ágil de controle dos agregados monetários. Assim, numa operação, o Banco Central poderia colocar volumes significativos de recursos na economia, bem como retirá-los.

Outro benefício seria o de distribuir melhor a liquidez entre os diversos participantes do mercado financeiro, pois os bancos que necessitassem de caixa deixariam de recorrer ao redesconto, bastando que vendessem títulos públicos. Desse modo, as operações de redesconto, que provocavam emissão de papel-moeda, passariam a ser eventuais. Todavia, o grande benefício seria o de permitir o endividamento público não inflacionário, através da colocação de títulos públicos em mercado.

O mercado aberto, que nada mais é do que um mercado secundário de títulos, daria liquidez aos títulos do Governo permitindo que pudessem ser negociados com mais facilidade, pois ofereceria às instituições financeiras e aos poupadores um meio onde poderiam vendê-los caso necessitassem de caixa.

Assim, com a finalidade de organizar e consolidar o mercado aberto brasileiro, que seria utilizado como meio de dinamizar a colocação de títulos públicos, foi incorporada a Caixa de Amortização do Tesouro Nacional, transformando-se na Gerência da Dívida Pública - GEDIP. Atualmente, o Departamento de Operações de Mercado Aberto - DEMAB, do Banco Central, realiza as operações de mercado aberto.

A consolidação do mercado aberto ocorreu em setembro de 1968, quando o então ministro da Fazenda, Antônio Delfim Netto, autorizou o Banco Central a realizar operações de compra e de venda de Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional de sua carteira. Essa medida tinha por objetivos ampliar o mercado secundário de títulos federais, bem como consolidar, no País, um promissor mercado aberto.

Entretanto, ainda existiam alguns fatores inibidores, e um deles era a complexidade de cálculo das ORTN.

Com a finalidade de criar um título com características de cálculo menos complexas e, portanto, mais específico para a execução das operações de mercado aberto, vieram ao Brasil, no final da década de sessenta, consultores do Federal Reserve - FED (Banco Central dos EUA), entre os quais o Prof. Paul Meek. As discussões daí decorrentes promoveram o lançamento no País de um título semelhante aos Treasury Bills, título norte-americano prefixado de curto prazo.

Assim, surgiram as Letras do Tesouro Nacional - LTN, regulamentadas pelo Decreto-Lei nº 1.079, de 29 de janeiro de 1970, e pela Resolução nº 150, de 22 de julho do mesmo ano. Em agosto daquele ano, foram lançadas as primeiras Letras em mercado, que se revelaram mais úteis que as Obrigações na execução da política monetária.

O que diferenciava as Letras das Obrigações era a simplicidade do título. As LTN são títulos prefixados, sem pagamento de juros intermediários, e a rentabilidade oferecida pelo Tesouro aos compradores é representada pela diferença, em moeda corrente, entre o preço de colocação e o valor de face ou de resgate.

Inicialmente, foram emitidas LTN de 42 dias de prazo. Por possuírem vencimentos curtos, passaram a ser negociadas diariamente no mercado, enquanto as ORTN permaneciam com os detentores como investimento de longo prazo. À medida que novas LTN eram lançadas, cresciam tanto o volume transacionado diariamente no mercado, quanto o total de títulos em circulação. A partir de então o mercado começa se organizar e a ganhar impulso, vindo a formar a base do atual mercado aberto.

Como forma de aumentar a absorção de títulos públicos, o Banco Central operava diretamente com todas as instituições financeiras, comprando e vendendo títulos públicos. Naquela época, a autoridade monetária vendia títulos às instituições que os repassavam aos seus clientes. À medida que esses clientes necessitavam de recursos, as instituições realizavam operação inversa, comprando os papéis dos clientes e os revendendo ao Banco Central.

Ademais, buscando dar mais liberdade operacional ao Banco Central, em 8 de novembro de 1971, foi editada a Lei Complementar nº 12. Por esse dispositivo legal, as operações de colocação e amortização de títulos emitidos pelo Tesouro Nacional passaram a ser feitas independentemente do Orçamento da União, nele sendo incluído, apenas, a previsão dos respectivos encargos.

Com a expansão do mercado aberto maiores volumes de recursos passaram a ser transacionados, fazendo com que as empresas de menor porte, naturalmente, deixassem de operar diretamente com o Banco Central. Assim, em 1972, o Banco Central selecionou, dentre as empresas mais atuantes do mercado aberto, um grupo de instituições com as quais passou a operar diretamente. Era formado, então, o conjunto de *dealers* credenciados em títulos públicos.

Atualmente o Banco Central retira deste grupo, a cada seis meses, as duas instituições que registraram os piores desempenhos em relação ao volume de negócios com títulos federais. Para os seus lugares são escolhidas duas empresas, escolhidas entre as não *dealers* que apresentaram as melhores performances nos negócios com esses títulos. Esse credenciamento é informal e os *dealers* nada podem exigir do Banco Central caso venham a ser excluídos desse grupo.

Apesar de o mercado aberto ter tomado grande impulso com o lançamento das Letras do Tesouro Nacional, ainda era elevado o risco que as empresas corriam quando compravam ou vendiam esses títulos. Naquele período, as LTN eram emitidas sob a forma de cautelas e as instituições financeiras que os adquiriam nos leilões eram obrigadas a retirar os papéis do Banco Central e transferi-los para a própria empresa. No mercado secundário a liquidação dos negócios se processava com o vendedor entregando as cautelas ao comprador e recebendo o pagamento em cheque. Havia, ainda, a possibilidade de falsificação dos títulos, do pagamento com cheque sem fundos, bem como o risco de extravio ou roubo de ambos.

A solução para eliminar esses riscos, até então existentes, foi o desenvolvimento do SELIC - Sistema Especial de Liquidação e de Custódia, um sistema eletrônico que controla a custódia e realiza a liquidação financeira das transações efetuadas pelo Banco Central e pelos participantes do mercado. O controle escritural dos títulos tornou desnecessária a emissão de cautelas, assim como foi eliminada a sua movimentação física. Esses dois fatores, aliados a redução de custos para os emissores e para as instituições financeiras, bem como a segurança para os investidores, permitiu que o mercado aberto brasileiro se tornasse um dos mais modernos, dinâmicos e eficientes do mundo.

2. Mercado Aberto e Política Monetária

Conforme descrito acima, o surgimento do mercado aberto no Brasil esteve associado a dois fatores até certo ponto independentes: (1) a necessidade de conferir ao Tesouro Nacional um instrumento eficiente, confiável e não inflacionário de endividamento, e (2) a demanda, por parte do Banco Central do Brasil, em poder contar, também, com um dos mais largamente utilizados e ágeis instrumentos de política monetária à disposição de um banco central moderno.

É preciso, desta forma, situar as operações de mercado aberto no universo mais amplo do conjunto de instrumentos de política monetária, bem como posicionar esta última no leque de instrumentos de que o Governo dispõe para executar a sua política econômica.

Na consecução dos seus objetivos de política econômica, o Governo pode interferir no desempenho da economia praticando políticas de demanda. Regulando o tamanho de seu déficit orçamentário (ou superávit), o Governo pode estimular ou inibir a demanda agregada, aumentando o ritmo da atividade econômica ou reduzindo-o.

O Governo também pode interferir na demanda agregada da economia através da execução da política monetária, regulando a quantidade ofertada de moeda, ou alternativamente, [a taxa de juros vigente no mercado de reservas bancárias,] que serve como referência para as demais taxas do mercado. A formulação da política monetária, no Brasil, conforme estabelecido pela Lei nº 4.595/64, compete ao Conselho Monetário Nacional, cabendo ao Banco Central a execução das diretrizes traçadas pelo Conselho.

São basicamente três os instrumentos básicos de política monetária à disposição de um Banco Central: os recolhimentos compulsórios, as operações de assistência financeira de liquidez ("redescoto") e as operações de mercado aberto.

O Banco Central pode especificar, sobre cada uma das modalidades de captação dos bancos, uma alíquota percentual de recolhimento compulsório. Os recursos sujeitos a recolhimento junto ao Banco Central, que podem ou não ser remunerados, ficam imobilizados, não podendo a instituição deles se utilizar em suas operações ativas. É através dos recolhimentos compulsórios, assim, que o Banco Central regula o chamado multiplicador bancário, ou seja, o poder que o bancos comerciais dispõem para multiplicar suas reservas bancárias e transformá-las em recursos à disposição do público para a liquidação imediata de transações. Aumentando as alíquotas do recolhimento, o Banco Central imobiliza uma maior quantidade de recursos, diminuindo o poder expansionista dos bancos. Ao reduzir as alíquotas, o efeito inverso ocorre.

Esse instrumento é utilizado pelo Banco Central, ainda, para sinalizar aos agentes econômicos o perfil de modalidades de captação por ele desejado, através do estabelecimento de alíquotas diferenciadas. Na medida em que impõem custos de captação adicionais ao sistema financeiro, as alíquotas de recolhimentos compulsórios podem ainda ser utilizadas pelo Banco Central para ajustar o *spread* bancário (diferença entre as taxas ativas e passivas praticadas pelos bancos) a níveis desejáveis.

Atualmente, apenas alguns bancos centrais utilizam-se desse instrumento de forma significativa e sistemática, dadas as suas características de reduzida agilidade e flexibilidade. No período de implantação do Plano Real, no entanto, a elevação do recolhimento compulsório sobre recursos à vista para 100%, na margem, representou um importante fator de sustentabilidade da estabilização, na medida em que diminuiu significativamente o multiplicador bancário num momento em que o imposto inflacionário, devolvido à população, provocou efeito-riqueza de considerável magnitude.

O Departamento de Operações Bancárias - DEBAN, do Banco Central, conduz as operações de redescoto, que permitem à autoridade monetária cumprir a sua

função de prestador de última instância. Trata-se de um mecanismo através do qual o Banco Central fornece reservas bancárias às instituições, cobrando para isso um determinado custo. Até meados de 1996, a simples suspeita de que uma instituição vinha se utilizando da linha de redesconto era motivo para levantar-se dúvidas a respeito de sua saúde financeira. A Resolução nº 2.308/96 do CMN, no entanto, flexibilizou significativamente as condições de acesso das instituições a esta linha de financiamento.

As operações de mercado aberto são conduzidas pelo Banco Central de forma integrada com os demais instrumentos de política monetária, com o propósito de controlar as taxas de juros e a evolução dos agregados monetários. Trata-se de um instrumento de política monetária ágil e poderoso à disposição do Banco Central. Essas operações consistem na venda ou na compra de títulos públicos federais em circulação. Da mesma forma, a realização de leilões de títulos de emissão do Banco Central e do Tesouro Nacional, apesar de estes últimos estarem relacionados à administração da dívida pública, causam impacto monetário semelhante ao das operações de mercado aberto, tendo em vista o fato de o Tesouro Nacional manter suas disponibilidades depositadas no Banco Central.

Nessas operações são transacionados títulos públicos federais. São exemplos de títulos públicos federais as Letras do Tesouro Nacional (LTN), as Letras Financeiras do Tesouro (LFT) e as Notas do Tesouro Nacional (NTN). Os papéis emitidos pelo Banco Central são enquadrados como títulos federais, obtendo aceitação idêntica aos do Tesouro Nacional. Os principais são os Bônus do Banco Central (BBC), as Letras do Banco Central (LBC) e as Notas do Banco Central (NBC).

A emissão dos títulos públicos federais se dá exclusivamente sob a forma escritural, mediante registro em sistema centralizado de custódia. Os títulos da União, do Banco Central e parte dos títulos emitidos por Estados e Municípios estão registrados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia - SELIC. Alguns títulos federais, como TDA, Certificado de Privatização e outras obrigações securitizadas, os demais títulos estaduais e municipais, bem como os títulos privados estão registrados na Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos - CETIP, ou em outro sistema de custódia e de liquidação, desde que autorizado pelo Banco Central.

As negociações desses títulos, sejam compras e vendas finais ou operações compromissadas, são feitas fora das bolsas de valores, no mercado aberto, através de instituições autorizadas a operar nos mercados financeiro e de capitais, na forma das Leis nº 4.595/64 e nº 4.728/65, e são registradas e liquidadas financeiramente nas contas dos seus titulares mantidas nos sistemas centralizados de custódia.

Na execução da política monetária, a venda de títulos pelo Banco Central ao sistema bancário provoca a redução das reservas bancárias e o contrário ocorre no caso de compra de títulos. Como consequência, o ajuste da variação das reservas bancárias (que com o papel-moeda emitido forma o passivo monetário do Banco Central ou a base monetária) implica o controle dos meios de pagamento (papel-moeda em poder do público e depósitos à vista nas instituições financeiras), uma

vez que existe, a curto prazo, uma relação estável entre os meios de pagamento e a base monetária (o já mencionado multiplicador bancário.)

As operações de compra e de venda de títulos públicos realizadas pelo Banco Central podem ser compromissadas ou definitivas. Nas operações compromissadas o Banco Central empresta recursos às instituições financeiras por um prazo definido, geralmente um dia (*overnight*), comprando títulos com compromisso de revendê-los em data futura, ou no caso inverso, toma recursos das instituições, vendendo títulos com compromisso de recomprá-los. Já nas operações definitivas, é feita a transferência de propriedade dos títulos, que passam a incorporar-se ao ativo da instituição compradora.)

As operações compromissadas e definitivas com títulos públicos são realizadas através de leilões eletrônicos, que podem ser formais ou informais. Os leilões eletrônicos formais, realizados pelo Tesouro Nacional, estão diretamente relacionados com a administração da dívida pública. A emissão primária de títulos tem por objetivo cobrir o déficit orçamentário ou substituir os títulos do Tesouro Nacional que se vencem. O Banco Central realiza leilões formais ou informais com o intuito de regular a liquidez doméstica e/ou sinalizar a taxa de juros por ele desejada. Dos leilões formais podem participar, apresentando propostas, as instituições financeiras integrantes do SELIC; outras pessoas jurídicas e pessoas físicas podem participar, desde que por intermédio de instituições financeiras.,

Nos leilões de títulos públicos, sejam eles formais ou informais (*go-arounds*), a participação das instituições se dá mediante o lançamento de propostas de compra ou de venda através da rede de terminais do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia - SELIC. Dos leilões informais podem participar apenas os *dealers* credenciados, enquanto que dos formais podem participar todas as instituições financeiras, que além de se utilizarem dessa rede, também podem lançar suas propostas através de outras redes de teleprocessamento conectadas ao SELIC, como o SISBACEN - Sistema de Informações Banco Central, a RENPAC - Rede Nacional de Pacotes da Embratel e a CETIP - Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos.

As condições das ofertas públicas são divulgadas com antecedência pela Secretaria do Tesouro Nacional - STN ou pelo Banco Central, através de editais amplamente divulgados, que detalham as características de cada leilão. O processo de seleção dos leilões é baseado no critério de melhor preço para os emissores. Nas ofertas públicas do Tesouro Nacional, ao Banco Central são delegadas as tarefas de acolher as propostas, apurar e, após a prévia concordância do emissor, divulgar os resultados dessas ofertas

O SELIC é um sistema eletrônico de teleprocessamento administrado pelo Departamento de Operações de Mercado Aberto do Banco Central, e tem por objetivo principal registrar os títulos de emissão do Banco Central, do Tesouro Nacional, dos Estados e dos Municípios, bem como promover os pagamentos de resgates e juros por conta dos emissores.

Podem abrir contas nesse Sistema bancos múltiplos com carteira comercial ou de investimento, bancos comerciais, caixas econômicas, bancos de investimento, sociedades corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários, bancos de desenvolvimento, sociedades de crédito, financiamento e investimento e de crédito imobiliário.

O sistema processa, ainda, as transferências de custódia e as liquidações financeiras decorrentes dos leilões eletrônicos formais (mercado primário) e informais (*go-arounds*), além dos negócios realizados no mercado aberto entre instituições financeiras (mercado secundário). Da mesma forma, as emissões, os resgates, bem como os pagamentos de juros, são processados, nesse sistema, mediante débito ou crédito dos títulos e dos respectivos valores.

Os leilões informais eletrônicos, ou *go-arounds*, são operações competitivas, que permitem a autoridade monetária manter elevado grau de transparência nas suas operações de mercado aberto. Nos *go-arounds* o BC intervém no mercado através de um conjunto de instituições financeiras (os já mencionados *dealers* credenciados).

3. Liquidez bancária

A liquidez bancária é dada pelo volume de reservas bancárias livres disponíveis na economia. Na medida em que (1) a demanda por reservas bancárias, no curtíssimo prazo, é predeterminada e (2) a oferta de recursos sofre flutuações excessivas decorrentes de impactos monetários diversos, como o movimento da conta do Tesouro Nacional ou das operações cambiais realizadas pelo Banco Central são altamente indesejáveis, cabe às operações de mercado aberto neutralizar essas flutuações que levariam as taxas de juros a níveis diferentes dos desejados pela autoridade monetária.

Para orientar a atuação do Banco Central, estima-se para um horizonte de 30 dias, aproximadamente, todos os fatores condicionantes do nível de reservas do sistema bancário - os chamados fatores condicionantes da base monetária - com o objetivo de decidir se haverá ou não a necessidade de intervenção em mercado, comprando ou vendendo títulos para ajustar o nível de liquidez. Essas atuações, quando necessárias, são realizadas por meio de *go-arounds*. Se, por exemplo, o volume de recursos disponíveis na linha de redesconto (assistência financeira) não for suficiente para ajustar o nível de reservas, a mesa de operações do BC realiza compra de títulos. Da mesma forma, quando ocorre o inverso, ou seja expansão excessiva do nível de reservas, haverá a necessidade da atuação do BC vendendo títulos, o que pode ocorrer com ou sem compromisso de recompra.

Vários agentes contribuem para injetar ou retirar recursos da economia. Dentre eles destacam-se o Tesouro Nacional e o Banco Central. Podemos citar como exemplo os gastos do Tesouro Nacional com investimentos e custeio, bem como os repasses para o Fundo de Participação dos Estados e Municípios, que quando ocorrem, elevam de forma significativa o nível de reservas. De forma inversa, o recolhimento de tributos retira recursos do sistema. Destaque-se que, caso o Tesouro Nacional

depositasse seus recursos em bancos comerciais, fora do Banco Central (i.e., caso fosse extinta a conta única do Tesouro Nacional no Banco Central), o seu fluxo de caixa não provocaria qualquer impacto na liquidez do sistema.

Um dos fatores exógenos mais importantes ao sistema é o fluxo de recursos externos. Esse fluxo é função dos negócios contratados nos mercados de câmbio comercial e financeiro. O resultado desses contratos no tempo se transforma em câmbio interbancário. Para manter a cotação do dólar na intrabanda e, em função da limitação dos bancos de manter posição comprada ou vendida em moeda estrangeira, a mesa de operações do Departamento de Operações das Reservas Internacionais – DEPIN, do Banco Central, eventualmente é obrigada a atuar nesse mercado, comprando ou vendendo moeda estrangeira. A contrapartida em reais da moeda estrangeira transacionada injeta ou retira liquidez do sistema. É importante notar que a sensibilização das reservas bancárias, no que se refere às operações cambiais, dá-se com dois dias de defasagem.

Outro fator relevante são os saques e depósitos de papel-moeda nos bancos, que ocorrem com certa previsibilidade. O público em geral procura os bancos, às quintas e sextas-feiras, para retirar numerário. De forma inversa, às segundas e terças-feiras a moeda manual retorna aos bancos, e às quartas-feiras, geralmente o movimento é neutro.

O impacto líquido resultante da programação dos leilões formais de títulos do Tesouro Nacional e do próprio Banco Central (mercado primário de títulos) é, obviamente, um fator levado em consideração na estimativa de liquidez bancária realizada pelo Banco Central.

As alterações nas exigibilidades compulsórias junto ao Banco Central das diferentes modalidades de captação dos bancos (recursos à vista, FIF, depósitos de poupança, etc.) também impactam a liquidez do sistema, do lado da demanda. Aumentos nas captações provocam o aumento da demanda por recursos, ao passo que a perda de captações gera o movimento contrário. É importante ressaltar que a exigência do recolhimento compulsório sobre recursos à vista representa uma das maiores fontes de demanda por moeda no Brasil (a outra componente importante é a demanda do público por numerário).

Em meados de 1996, a taxa de juros do mercado de reservas bancárias, que até então era quase inteiramente determinada pelas operações de mercado aberto, passou a ser sinalizada, em reuniões inicialmente mensais, e, a partir de 1998, espaçadas entre 5 ou 6 semanas, pelo Comitê de Política Monetária (COPOM) do Banco Central. Foram instituídas a TBC (Taxa Básica do Banco Central) e a TBAN (Taxa de Assistência do Banco Central), que representam, respectivamente, custos diferenciados de acesso às linhas de assistência financeira. Flexibilizou-se, na mesma época, o acesso dos bancos à assistência financeira: os limites passaram a ser fixados com base numa média móvel das exigibilidades sobre depósitos à vista e a prazo dos bancos, e, uma vez que a instituição disponha de títulos públicos federais até aquele limite para garantir o financiamento, a taxa de redesconto é a TBC. Ultrapassado o limite, a assistência é concedida pela TBAN, desde que a instituição apresente títulos públicos federais em garantia. Na hipótese de a

instituição não dispor de títulos públicos federais, o DEBAN adiciona um custo adicional à TBAN. A flexibilização do redesconto limitou as operações diárias do DEMAB às situações de excesso de reservas bancárias, uma vez que, na maioria das vezes em que há necessidade de financiamento das reservas, a ativação da linha de redesconto pelos principais bancos de varejo é suficiente para equilibrar o mercado.

4. Considerações Finais

Além das operações conduzidas para ajuste de liquidez, em algumas oportunidades é importante que o Banco Central realize operações de mercado aberto dinâmicas, que têm por objetivo sinalizar o comportamento desejado pela autoridade monetária para a taxa de juros nos dias, semanas ou até meses que se seguem à operação, ou, por vezes, forçar o enquadramento da taxa à vista na banda de juros determinada pelo COPOM. Neste sentido, operações de compra definitiva, por parte do Banco Central, de títulos com rentabilidade prefixada, podem ser úteis quando a autoridade monetária deseja explicitar com maior ênfase a nova estrutura a termo das taxas de juros, principalmente em períodos que se sucedem a um aumento súbito do patamar de juros como consequência de uma crise.

Um recente exemplo deste tipo de operação foi a compra de títulos prefixados de maturidade elevada (6 meses a 2 anos) realizada pelo Banco Central nos últimos dias de outubro de 1997, que se seguiram às operações de venda de moeda estrangeira efetuadas pelo DEPIN na defesa da paridade Real/Dólar. Essas operações tiveram como objetivo principal a sinalização da curva a ser seguida pela taxa de juros após aquele instante, em que sofria brusca elevação. Outro exemplo de operação de mercado aberto ativa é a venda de títulos indexados à taxa de câmbio (NBC-E) com o objetivo de acalmar o mercado, quando este, nervoso, anseia por hedge em moeda estrangeira.

É importante mencionar, ainda, ser o SELIC o único mercado onde o retorno do principal da operação, entre quaisquer de seus participantes, é assegurado com probabilidade praticamente igual à unidade, uma vez que a maioria esmagadora das operações nele registradas são garantidas por títulos públicos federais. O Banco Central divulga, diariamente, preços para todos os títulos públicos federais em mercado, com o objetivo de informar previamente o valor da garantia (lastro) das operações compromissadas que, porventura, sejam realizadas com a autoridade monetária.

O preço de garantia nas operações compromissadas com lastro em títulos públicos federais funciona como uma margem, tal como nos mercados futuros, para cobrir eventuais oscilações de preços de mercado. Desta forma, é natural que o Banco Central, para se proteger, aplique um pequeno deságio no preço do título. Por facilitar a negociação dos títulos, estes preços são também utilizados pelo mercado na avaliação das garantias em operações que não envolvem o Banco Central, embora não haja qualquer exigência formal a este respeito. O manejo cuidadoso dos preços de lastro - principalmente dos títulos prefixados - por parte do Banco Central, é, assim, imprescindível para o bom funcionamento do mercado e para a proteção dos doadores de recursos (ou financiadores), na medida em que

flutuações na estrutura a termo das taxas de juros provocam variações significativas de preços, tão maiores quanto maior a maturidade do título.

A queda de preço dos títulos em função de uma alta nas expectativas de taxas de juros futuras pode, de fato, levar pequenas instituições tomadoras de recursos, que disponham de capital de giro insuficiente, à bancarrota.

Finalmente, cabe comentar que a prerrogativa de emitir títulos de sua própria responsabilidade e negociá-los livremente reservada ao Banco Central está intimamente ligada ao fato de as reservas internacionais do Brasil constituírem, compreensivelmente, ativo da autoridade monetária, e não do Tesouro Nacional. Assim, na medida em que tais ativos possam exibir flutuações bruscas e significativas ao sabor da liquidez internacional, é necessário que o passivo que sirva de contrapartida a estas reservas possa exibir o mesmo grau de agilidade, contraindo-se e expandindo-se de forma a permitir o reestabelecimento do equilíbrio na liquidez doméstica.



000353478



N.Cham. P/EPGE SPE N163po

Autor: Nakao, Eduardo.

Título: Política monetária no Brasil recente.



00353478

52067

FGV - BMHS

Nº Pat.:353478