



FUNDAÇÃO
GETULIO VARGAS

CAIXA POSTAL 9.052 - CEP 22253
RIO DE JANEIRO - RJ BRASIL

~~CANCELADO~~

O seminário
ocorrerá
conforme
esta
circular

CIRCULAR N° 48

Assunto: Seminários Pesquisa

Econômica I (2ª parte)

Coordenadores: Prof. Fernando de H. Barbosa
e Prof. Gregório Lowe Stukart

Convidamos V.Sa. para participar do Seminário de Pesquisa Econômica I (2ª parte) a realizar-se na próxima 5ª feira:

DATA: 27/05/93

HORÁRIO: 15:30h

LOCAL: Auditório Eugenio Gudin

TEMA: "As Operações de Mercado Aberto do Banco Central" por Edmundo Maia de Oliveira
(Banco Central do Brasil).

Rio de Janeiro, 23 de maio de 1993.

F. Holanda

Prof. Fernando de Holanda Barbosa
e Prof. Gregório Lowe Stukart
Coordenadores de Seminários
de Pesquisas/EPGE



/marf

BANCO CENTRAL DO BRASIL
DEPARTAMENTO DE OPERAÇÕES DE MERCADO ABERTO

PALESTRA SOBRE: POLÍTICA MONETÁRIA E
MERCADO ABERTO NO BRASIL

AUTOR: EDUARDO HITIRO NAKAO^V
CHEFE DO DEPARTAMENTO

Rio de Janeiro, 05 de novembro de 1992

POLÍTICA MONETÁRIA E MERCADO ABERTO NO BRASIL

Introdução

Como na maioria das economias de mercado, a condução da política monetária no Brasil é atribuição do Banco Central, que se utiliza, fundamentalmente, dos três instrumentos clássicos: depósitos compulsórios, redesconto e operações de mercado aberto.

No passado, atribuíam-se ao Banco Central certa responsabilidade pelo incentivo a setores considerados prioritários na economia de modo que lhe cabiam outras atribuições como, por exemplo, a gestão do crédito rural. Não só esse segmento da economia mas também outros, como as empresas exportadoras, as pequenas e médias empresas e o incentivo à educação recebiam tratamento diferenciado em relação aos demais. O direcionamento a esses setores era concretizado a partir de liberações de uma parcela dos recolhimentos compulsórios que lhes era destinada a juros subsidiados. Esse mecanismo, tipicamente utilizado com a finalidade de fomentar a produção, o emprego e a formação de reservas internacionais, diminuía a eficiência do instrumento quanto ao seu principal objetivo de reduzir a capacidade de criação de moeda escritural pelos bancos comerciais.

A partir de 1990, no entanto, no sentido de elevar a eficiência desse instrumento no controle dos meios de pagamento, os recolhimentos compulsórios passaram a ser exclusivamente sob a forma de "espécie".

Essa medida, por si só, foi suficiente para o atingimento daquele objetivo, à medida que a mudança resultou em uma elevação da alíquota efetiva de recursos retidos.

Com relação ao redesconto, no caso brasileiro, o Banco Central utiliza esse instrumento para cumprir sua função básica de "banco dos bancos", ou seja, sua atuação se restringe a problemas de iliquidez momentânea das instituições financeiras.

Quanto às operações de mercado aberto, a base para a estruturação de um mercado monetário teve início com a reforma bancária de 1964, quando medidas importantes foram implementadas, inclusive a própria criação do Banco Central do Brasil.

Além da reestruturação do sistema financeiro, introduziu-se o sistema de mini-desvalorizações cambiais e a figura da correção monetária. Esse instituto, por sua vez, permitiu que fosse recuperada a credibilidade da dívida pública federal, criando espaço para emissão das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional - ORTN. Eram títulos indexados e de longo prazo, que, na verdade, não eram os mais apropriados para serem utilizados como instrumento de política monetária.

Para contornar essa inadequação, o Banco Central, que detinha a função de administrador da dívida pública federal, utilizou um mecanismo bastante prático, que consistia em emitir um título público, no caso as ORTN, com prazo decorrido da data de emissão, ou seja, transformava um título de prazo longo e múltiplo de ano (prazos de 1, 2 ou 5 anos) em título de prazo de meses ou dias, conforme fosse o ajuste necessário.

Este mecanismo, juntamente com a garantia de liquidez assegurada pelo Banco Central, que recomprava os títulos a qualquer tempo que as condições do mercado sugerissem, foram os pilares sobre os quais se viabilizou a formação do mercado monetário no Brasil.

Esta maneira de conduzir as operações, deliberada e programada pelo Banco Central, tinha por finalidade estruturar um mercado monetário, a partir da convicção de que essa era a base sobre a qual deviam ser realizadas as operações de mercado aberto.

Assim, com base no modelo americano e a partir de 1968, com a recuperação da credibilidade da dívida pública, do melhor ordenamento do mercado financeiro e do sucesso obtido com as ORTN, o Banco Central deu início às primeiras operações de mercado aberto, através da compra e venda desses títulos, objetivando testar e dimensionar o nascente mercado monetário brasileiro.

Tinha início o despertar da mentalidade de utilizar fundos ociosos com o objetivo de minimizar custos pela otimização do uso do dinheiro, ativando negócios com papéis federais, que passaram a ocupar posição de destaque em função de sua condição de liquidez assegurada pelo Banco Central, que orientava as instituições financeiras para o trato com os títulos federais, propiciando as condições mínimas necessárias à montagem de suas estruturas operacionais, despertando um perfil voltado para dois importantes aspectos:

- 1) a concepção de que a existência de um mercado ordenado, ético e eficiente deve estar acima de interesses por ganhos excepcionais, a despeito de objetivar o lucro.
- 2) a plena confiança no Banco Central, como órgão governamental responsável pela manutenção diária de liquidez na economia.

Essência do mercado monetário

Costuma-se, em livros-texto, definir o mercado monetário como um segmento do mercado financeiro, caracterizado por operações de curto prazo. Preferimos, contudo, evidenciar como aspecto primordial do mercado monetário, a consolidação do fluxo de caixa diário da economia, onde prevalece uma reacomodação da liquidez entre os agentes econômicos superavitários e deficitários.

Como papel fundamental, o mercado monetário procede à redistribuição da liquidez entre os agentes econômicos através do mercado secundário de títulos públicos ou privados. Nesse sentido, funciona como um repassador de recursos, responsável pela consolidação dos fluxos de caixa do setor real da economia. Sendo esse papel desempenhado no espaço temporal de cada dia útil, a consolidação funciona de uma forma que não haja excessos nem escassez de recursos ao final de cada dia, ou seja, a consolidação tende a um resultado nulo, com o mercado monetário "zerando" diariamente os fluxos de caixa da economia.

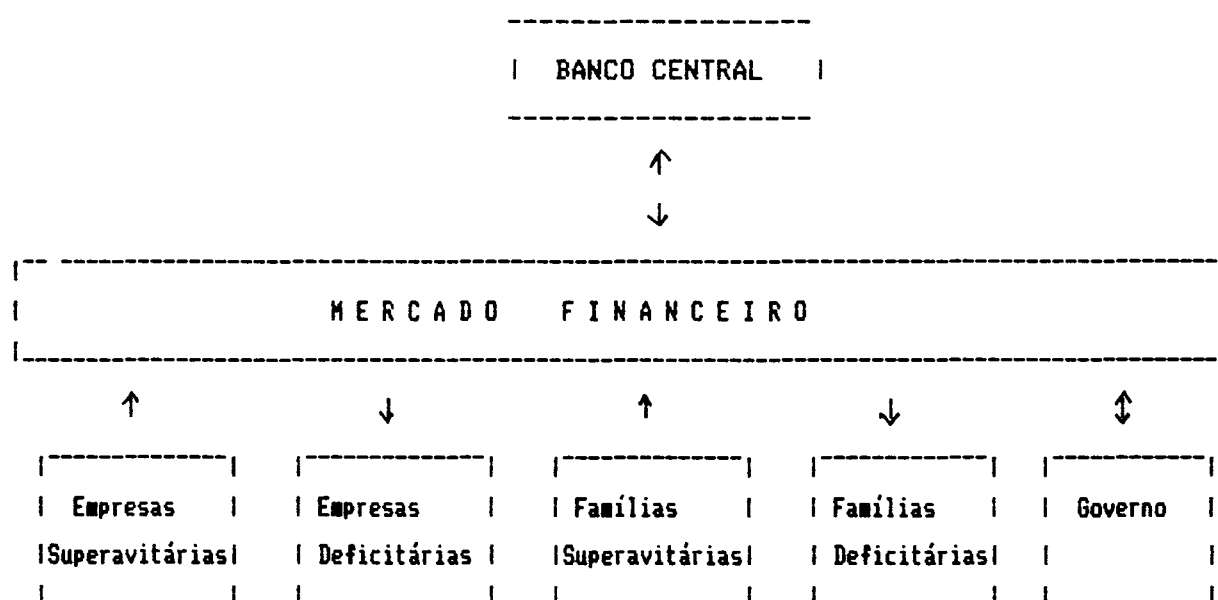
Desse modo, as instituições financeiras agem no interesse do Banco Central, otimizando a utilização dos recursos que podem ser canalizados para o setor produtivo, dado que existe um mecanismo que garante a absorção dos desequilíbrios de curto prazo existentes na economia, em geral causados por entesouramentos ou vazamentos verificados no fluxo de criação primária de moeda.

Existe, no entanto, um limite para a capacidade de absorção, pelas instituições financeiras, dos desequilíbrios existentes, seja pelo seu volume de caixa, incluído aí as reservas excedentes depositadas no Banco Central, seja pela sua carteira de títulos.

A partir do ponto em que esse limite é alcançado, ou seja, se há um desequilíbrio tal que o conjunto das instituições financeiras não o absorva, de modo que a consolidação dos seus pró-

prios fluxos de caixa não seja neutralizada, começam a surgir reflexos sobre a taxa de juros no mercado monetário provocando a intervenção do Banco Central, que passa a exercer, perante as instituições financeiras, o mesmo papel que elas desempenham junto ao campo real da economia.

O fluxo abaixo demonstra como ocorrem esses movimentos.



Como se vê, as instituições financeiras, num primeiro momento, atuam isoladamente "zerando os agentes econômicos (superavitários e deficitários) o que desequilibra os seus fluxos individuais de caixa. Em seguida, via mercado monetário, tratam de ajustar entre si seus desequilíbrios, utilizando mecanismos do próprio mercado. Se o consolidado dos fluxos de caixa das instituições financeiras não se neutraliza, elas recorrem ao Banco Central que procede aos ajustes necessários.

Vale ressaltar que esse mecanismo desenvolvido pelo Banco Central junto ao mercado monetário, revela uma atividade fundamental do setor financeiro para com o sistema econômico, a despeito de não haver destaque ou definição legal que a imponha.

O mecanismo institucional - Reservas bancárias

O papel moeda em circulação, bem como as reservas bancárias, formam a base monetária que se constitui no agregado monetário observado diariamente pelo Banco Central.

As reservas bancárias representam o saldo de uma conta que as instituições financeiras mantêm no Banco Central. Essa conta, além de acolher as exigibilidades compulsórias, serve para concentrar todo o fluxo financeiro das operações das instituições com o Banco Central e com as demais instituições financeiras. Em função das exigibilidades compulsórias, há um limite mínimo de saldo para cada instituição financeira, aquém do qual o Banco Central aplica certas penalidades.

As regras desse instrumento chamado compulsório, permitem que os saldos mantidos no Banco Central sejam computados em termos de média semanal, com um limite inferior para cada dia, constituído por 80% da exigibilidade exigida para cada semana.

Desse modo, a demanda por reservas bancárias é estabelecida no início de cada semana, pois no intervalo de cinco dias úteis, os bancos não reterão um saldo médio superior ao que lhes é exigido, dado que não há remuneração pelas reservas excedentes. Também não manterão um saldo inferior ao exigido, em virtude dos custos impostos pelo Banco Central que são maiores do que aqueles vigentes no mercado.

Os bancos têm autonomia para administrar suas reservas bancárias, no sentido de minimizar o custo de manutenção dos recursos que são obrigados a manter no Banco Central, observadas as regras definidas.

Dado que o sistema como um todo não é capaz de criar ou destruir reservas bancárias, mas apenas transferir saldos entre si, no sentido de compensar os desequilíbrios causados em seus fluxos de caixa pelas operações realizadas, fica fácil para o Banco Central exercer o controle da liquidez através de acompanhamento sistemático do mercado monetário. Essa facilidade se dá em virtude de que a perda de reservas por uma instituição financeira, decorrente de suas operações, representa o ganho de reservas por outra instituição, pois trata-se de um sistema "fechado", sujeito a variações específicas das operações do Banco Central que se torna, nesse quadro, a única Instituição com poderes de criar ou destruir reservas bancárias.

O Controle da Liquidez

Pelo que se viu, fica claro que o nível das reservas bancárias, no curtíssimo prazo, é afetado apenas pelas operações que envolvem o Banco Central. Controlando essas operações, a Autoridade Monetária poderá proceder aos ajustes necessários, via operações de mercado aberto, e administrar o nível das reservas bancárias cuja variação reflete, nesse contexto restrito, o grau de liquidez da economia.

As principais operações cotidianas que afetam o nível das reservas bancárias são:

- 1) Moeda manual - O papel moeda no Brasil conservou, basicamente, a função de intermediar trocas. Nesse sentido, passa a ser uma variável extremamente volátil, denotando um fluxo que se eleva próximo aos finais de semana e feriados, com uma inversão correspondente nos dias subsequentes. Nesse sentido, as instituições financeiras, no atendimento à seus correntistas, demandam com mais intensidade papel moeda do Banco Central nas quintas e sextas-feiras e véspera de feriados. Essa moeda retorna ao Banco Central nos dias úteis subsequentes. A entrega do numerário à rede bancária tem como contrapartida um débito que o Banco Central lança nas respectivas contas de reservas bancárias. Logo, em compensação a uma elevação do papel moeda em poder do público, decorre uma redução no nível das reservas bancárias. Obviamente, uma redução da moeda manual em circulação provoca uma elevação no nível das reservas.
- 2) Fluxo de Caixa do Tesouro Nacional - No Brasil, por imposição constitucional, o Tesouro Nacional mantém conta no Banco Central. Quando Governo Federal gasta mais do que arrecada, pro-

voca uma expansão no nível das reservas bancárias. Assim, diariamente o fluxo de caixa do Tesouro Nacional afeta, positivamente ou negativamente, o nível das reservas bancárias.

- 3) Operações de Câmbio - Responsável pela política cambial, o Banco Central atua no mercado de câmbio e de ouro, interferindo na oferta e demanda por divisas, no sentido de ajustar a taxa de câmbio conforme as metas programadas. Como a compra ou a venda de moeda estrangeira da rede bancária envolve pagamentos ou recebimentos em cruzeiros, há influência no nível das reservas bancárias.
- 4) Operações da Dívida Pública - Os resgates dos títulos públicos emitidos pelo Governo Federal, bem como a colocação de novos títulos, alteram o nível das reservas bancárias, já que o Tesouro Nacional mantém conta no Banco Central.
- 5) Retorno das Operações de Mercado Aberto - O retorno dos financiamentos concedidos ou tomados pelo Banco Central no passado, bem como o resgate e a colocação de seus próprios títulos, provocam impacto nas reservas bancárias.
- 6) Alteração Semanal das exigibilidades compulsórias - Os depósitos à vista captados pela rede bancária constituem-se na principal parcela da base de cálculo dos depósitos compulsórios. Os depósitos à vista variam de uma maneira comportada, ao longo do mês civil, se elevando no início para voltar a cair no final do mês. Como a apuração das exigibilidades compulsórias ocorre para o período de cinco dias úteis, a cada semana essas exigibilidades são alteradas provocando depósitos ou retiradas nas contas de reservas bancárias.

Com dados e/ou estimativas precisas de cada uma dessas variáveis que distorcem o nível das reservas bancárias, o Banco Central realiza, no início de cada manhã, uma análise no sentido de quantificar o volume de reservas ofertado e demandado (este para efeito de cumprimento das exigibilidades compulsórias) e qual a repercussão esperada na taxa de juros. Nesse sentido, ao dar sequência às operações no mercado monetário, tão logo tenham início, a mesa de operações do Departamento de Operações de Mercado Aberto intervém procedendo os ajustes julgados adequados.

As operações cotidianas realizadas pelo Banco Central

Há dois tipos de operação que são classificadas a partir do seu objetivo. As denominadas "defensivas" são aquelas cujo objetivo é compensar os desequilíbrios provocados pelo próprio Banco Central através do conjunto de fatores que afetam as reservas, conforme já foi visto. As dinâmicas se caracterizam pela iniciativa do Banco Central de provocar, temporariamente, um desequilíbrio no estoque de reservas com o objetivo de influenciar a taxa de juros. Isto significa que se o Banco Central deseja elevar os juros, opera o mercado no sentido de retirar reservas das instituições financeiras, provocando escassez e elevação da taxa. Quando o nível programado é alcançado, o Banco Central realiza uma outra operação (no caso, ofertando reservas) equilibrando o mercado e provocando a estabilização da taxa de juros.

São disponíveis, de acordo com a estratégia definida a cada manhã, duas formas de atuação. O Banco Central pode realizar compras ou vendas definitivas ou, ainda, realizar operações de financiamento, concedendo ou tomando recursos pelo prazo de um dia ("overnight") ou mais.

Em princípio, as operações definitivas são utilizadas no sentido de proceder ajustes permanentes. Se o Banco Central vem realizando compras sistemáticas de câmbio, aumentando definitivamente o nível das reservas, o ajuste deve ser feito utilizando-se vendas definitivas. Se, de outra forma, há expansão das reservas em decorrência, por exemplo, de um fluxo de caixa positivo do Tesouro Nacional, que deve ser invertido no curto prazo, em geral, opta-se por ajustar o mercado através das operações de financiamento (no caso, tomando-se recursos do mercado).

Uma outra forma de qualificar essas duas modalidades operacionais é classificar a operação que se realiza a partir de seu objeto. Se o Banco Central opera em definitivo efetua um leilão de títulos. Se opera leiloando reservas fica caracterizado um financiamento transitório.

Essas operações de financiamento, por outro lado, embutem um instituto largamente utilizado no Brasil que se denomina "acordo de recompra". A atuação na forma de financiamento ou o leilão de dinheiro, representa uma operação de compra (concessão de financiamento) ou venda (financiamento tomado) de um título, desfeita no seu vencimento, que pode ocorrer em 24 horas ou 30 dias, conforme o que tenha sido acertado. Assim, a compra com acordo de revenda constitui uma operação de financiamento concedido pelo prazo em que foi definida, quando será revertida por outra operação inversa. A venda com acordo de recompra, por sua vez, representa uma operação de financiamento tomado, também com o prazo definido e com reversão garantida.

Considerações Finais

Com base no exposto observa-se o estreito inter-relacionamento existente, no caso brasileiro, entre os dois principais instrumentos de política monetária: os depósitos compulsórios e as operações de mercado aberto.

Esperamos que tenham ficado claro, também, os objetivos atribuídos às operações de mercado aberto, não só no sentido econômico global como também sob o aspecto de sintonia fina do ajuste diário da liquidez.

A dinamicidade das operações de mercado aberto permite ao Banco Central um controle quase total das taxas de juros nos diversos segmentos do mercado financeiro. Isso se torna muito relevante na medida em que a política monetária utilizada no Brasil, atualmente, valoriza primordialmente o controle sobre as taxas de juros, dando uma ênfase secundária a variação dos agregados monetários.

Esse enfoque prevalece a partir da constatação de que, sendo a demanda por moeda extremamente volátil no curto prazo, a oscilação dos agregados monetários torna-se muito intensa, dificultando o controle. Fica difícil, no dia a dia, avaliar com base nos agregados monetários disponíveis, o que seja variação aleatória decorrente da volatilidade da demanda por moeda, do que seja uma expansão monetária que exija a intervenção do Banco Central.

Tome-se por base que o controle de juros no curto prazo tem um efeito mais intenso sobre as expectativas, sem deixar de representar uma forma de controle sobre os agregados monetários no médio e longo prazos.

Afinal, como "proxy" do comportamento da renda nominal, os agregados monetários absorvem distorções que vão sendo introduzidas em seu conteúdo, tanto pela própria sofisticação crescente dos ativos financeiros, quanto pela adoção dos novos mecanismos que vão surgindo no mercado.

A preocupação em se optar por uma política monetária rígida, voltada para o controle dos agregados monetários, é a de que, a partir da volatilidade da demanda por moeda no curto prazo, os custos imediatos impostos ao setor real da economia decorrentes de oscilações fortes na taxa de juros, sejam superiores aos benefícios esperados no médio prazo.

Um papel fundamental que atribuímos à política monetária no Brasil é a administração do conjunto de expectativas que regem o comportamento dos agentes econômicos, principalmente no que se refere ao consumo presente, à especulação com estoques e à manutenção de nível apropriado das reservas internacionais. Nesse sentido, a perfeita coordenação entre a taxa de juros e a taxa de câmbio, assume uma importância primordial para o controle da política de demanda agregada.



N.Cham. P/EPGE SPE N163p

Autor: Nakao, Eduardo Hitiro.

Título: Política monetária e mercado aberto no Brasil.



FGV - BMHS

083822

48262

Nº Pat.: F1162/98

000083822

