

Liquidez e “Zeragem Automática”: Nota Final

Valdir Ramalho

Professor e pesquisador da Universidade Santa Úrsula (USU)

RESUMO

Esta nota final ao debate sobre zeragem automática e a política monetária no Brasil dos anos quase hiperinflacionários argumenta que: (i) o procedimento operacional empregando uma taxa de juros de curto prazo, a zeragem automática e a política de taxa de câmbio contribuíram pouco ou nada para tornar a política monetária passiva; (ii) os principais fatores responsáveis pela passividade foram o déficit público alto a preços correntes e a dívida pública alta.

PALAVRAS-CHAVE

política monetária, procedimentos operacionais, economia brasileira

ABSTRACT

This final note in the debate on “automatic clearing” and Brazil’s monetary policy during the quasi-hyperinflationary years argues that: (i) the operating procedure based on a short-run interest rate, the “automatic clearing” device, and the exchange rate policy did very little to render passive the monetary policy; (ii) the major factors responsible for passivity were the high public deficit in nominal terms as well as the high public debt.

KEY WORDS

monetary policy, operating procedures, Brazilian economy

Como sua crítica a meu artigo, a “tréplica” de Luiz Fernando Rodrigues de Paula me faz sentir a necessidade de esclarecer pontos de minha argumentação. Se fosse reescrever hoje meu artigo, admito que, pelo menos, mudaria a ênfase em vários tópicos, e adicionaria informações. Percebo, portanto, que aprendi com a crítica de Paula. Assim, pensando bem, o que vejo como a queda dele na armadilha intelectual que mencionei talvez tenha sido induzida em boa parte por minha própria redação. Ele escreve bem, de modo que não posso menosprezar sua opinião sobre isso. Por outro lado, minha defesa de meu artigo pode ter sido tendenciosa - autores tendem a ser ciosos de seus trabalhos - de modo que prefiro não dizer mais nada sobre esse tópico; afinal, mais do que minha palavra, o que vale mesmo é a apreciação do leitor.

Paula focaliza em detalhe o emprego de uma taxa de juros pelo Banco Central no procedimento operacional do dia a dia. De fato, pouco falei sobre isso em meu artigo. Abaixo acrescento algumas proposições sobre esse assunto, o que me permite colocar minha posição em um contexto mais amplo. Fora as asserções sobre passividade monetária, acredito que em boa parte a discordância entre mim e Paula é apenas aparente, às vezes uma questão de sentidos de termos técnicos ou de ângulos em que um mesmo objeto é encarado. Mas talvez ele não veja as coisas assim, e não posso falar por ele.

- i) Ao empregar uma taxa de juros como procedimento operacional no dia a dia, um banco central tem, a cada momento, um nível programado ou desejado para essa taxa - um objetivo operacional, o que Paula chama de taxa *ex ante*. O aspecto que me interessa sobre isso é que o Banco Central do Brasil não tinha qualquer compromisso de manter constante por vários meses tal nível programado de taxa de juros; estava livre para variá-la de acordo com sua apreciação das condições macroeconômicas e, em particular, das condições dos mercados financeiros. Certamente, os ocasionais temores de uma drástica aceleração inflacionária era um dos fatores levados em conta pelo Banco Central para escolher a taxa programada. Por isso, parece-me que a política de taxa de juros em si mesma não era uma causa de passividade monetária.
- ii) Na falta de uma série de dados dessa taxa programada, parece-me que a taxa realizada dá uma indicação razoável da margem de variação para a primeira - a margem dentro da qual o Banco Central poderia considerar sua atuação como óbvia. Afinal, o mercado conhecia a trajetória da taxa realizada; se, por hipótese, o Banco Central tivesse prometido uma taxa programada constante no período considerado, dificilmente o mercado acreditaria que ela teria variabilidade menor do que a exibida pelos dados.

- iii) É concebível que, ao querer elevar mais fortemente a taxa real de juros programada, o Banco Central fosse mal interpretado pelo mercado: este viesse a julgar que a elevação nominal da taxa de juros apenas refletiria uma elevação futura da inflação que o Banco Central teria percebido antes do mercado. Mas, na prática, parece-me que essa possibilidade era irrelevante. Primeiro, muitas instituições tinham excelente acompanhamento da taxa de inflação por meio de levantamento próprio de índices de preços. Segundo, o Banco Central ficava a par das estimativas e expectativas de inflação correntes entre as instituições. Terceiro, havia canais de comunicação entre o Banco Central e as instituições financeiras que poderiam ser utilizados para deixar claro o que o primeiro pretendesse que fosse taxa real ou componente nominal. Em particular, a mesa de operações de mercado aberto no Brasil já tem utilizado há anos diversas operações sofisticadas de sinalização ao mercado, operações aliás que são pouco conhecidas por nós, economistas monetários, e que mereceriam ser estudadas.
- iv) Minha apreciação sobre a atuação *oversold* do Banco Central é a seguinte: este procedimento foi uma escolha proposital pelo órgão, em uma estratégia para controlar mais estreitamente o mercado. Assim, a meu ver, eram as instituições financeiras, e não o Banco Central, quem ficava “refém” - no caso, “refém” do administrador dos *go-arounds* e da *zeragem*.
- v) Meu artigo sobre a *zeragem* visa mostrar que este dispositivo por si mesmo não torna a política monetária passiva. Como vimos, também penso que a política de taxa de juros em si mesma não era uma causa de passividade. Affonso Celso Pastore costuma apontar em seus artigos outra possível causa que eu não examinei: a fixação da taxa de câmbio real ou de paridade pelo Banco Central. Mas as estatísticas da trajetória dessa taxa mostram que ela era bastante variável mês a mês. Por isso, parece-me razoável deixar de lado a hipótese de que a política cambial da época teria tornado a política monetária passiva.
- vi) Assim, penso que a passividade da política monetária pré-Real não resultava de qualquer dos fatores citados por Pastore, mas sim de outro que ele não explora: o déficit público em moeda corrente fora do controle e em combinação com uma dívida pública muito alta. É desta maneira que meu artigo sobre a *zeragem* tem relação com trabalhos meus sobre déficit público.
- vii) A dívida pública era tão alta para o relativamente estreito mercado financeiro brasileiro, em uma economia à beira da hiperinflação, que o público só aceitava retê-la em troca de remuneração a uma taxa de juros alta e de grande liquidez. Ao mesmo tempo, tal dívida tornava tão alta a taxa de juros básica que o Banco Central tinha pouco espaço de manobra para praticar uma

política monetária que levasse a taxa a subir ainda mais. E é por isso que a política monetária pré-Real não visava combater a quase hiperinflação, mas apenas impedir ou enfraquecer acelerações inflacionárias. Logo, concordo com Paula, com um argumento diferente, que a utilização da taxa de juros como procedimento operacional tinha um limite estreito.

- vii) As condições brasileiras de altos déficit e dívida tolheriam quase completamente a ação mesmo de um banco central independente ou autônomo, impedindo-o de combater a inflação. Por essa razão, tendi a concordar mais com Carlos Eduardo Carvalho do que com Fernando de Holanda Barbosa, de que estabelecer a autonomia do Banco Central, ao contrário do sugerido pelo segundo, não seria a chave para o término do processo hiperinflacionário em curso até o primeiro semestre de 1994.