

POLÍTICA MONETÁRIA: INSTRUMENTOS, OBJETIVOS E A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA

Fernando de Holanda Barbosa

1. Introdução

2. Política Monetária: Regime Cambial, Instrumentos e Objetivos

2.1. Política Monetária e Regime Cambial

2.2. Instrumentos de Política Monetária

2.3. Objetivos da Política Monetária

3. O Banco Central do Brasil: A Experiência Brasileira

3.1. A Reforma Bancária de 1964

3.2. As Relações do Banco Central com o Banco do Brasil e o Tesouro Nacional

3.3. Procedimentos Operacionais do Mercado Aberto Brasileiro

3.4. Regime Cambial e Objetivos da Política Monetária Brasileira

4. Conclusão

5. Bibliografia

POLÍTICA MONETÁRIA: INSTRUMENTOS, OBJETIVOS E A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA

*Fernando de Holanda Barbosa**

1. Introdução

O objetivo deste trabalho é apresentar um análise da política monetária brasileira desde a criação do Banco Central do Brasil. O trabalho não é exaustivo nem tampouco pretende analisar com detalhes uma experiência que transcorreu em diferentes ambientes políticos, no regime ditatorial e na época de redemocratização, e em diferentes situações econômicas, do período do milagre econômico como também da crise que tomou conta do país na década perdida. A análise da experiência do Banco Central do Brasil será concentrada em alguns pontos que caracterizam o regime de política monetária implementada nos últimos trinta anos.

O trabalho está organizado do seguinte modo. A segunda seção apresenta uma discussão sucinta dos tipos de regime cambial, dos instrumentos e dos objetivos da política monetária. A terceira seção trata da experiência de política monetária do Banco Central do Brasil, começando pela Reforma Bancária de 1964 quando ele foi criado, descrevendo as relações do Banco Central com o Banco do Brasil e o Tesouro Nacional, expondo os procedimentos operacionais do mercado aberto brasileiro, e ao final da seção caracteriza-se o regime cambial e os objetivos da política monetária brasileira. A quarta seção conclui o trabalho analisando a questão polêmica da proposta de independência do Banco Central do Brasil.

2. Política Monetária: Regime Cambial, Instrumentos e Objetivos

2.1. Política Monetária e Regime Cambial

A política monetária depende do regime cambial adotado pelo país. Existem dois tipos de regimes: o de câmbio fixo e o regime de câmbio flutuante. No regime de câmbio fixo o banco central fixa a taxa de câmbio, comprando e vendendo a moeda estrangeira a um preço estipulado previamente. No regime de câmbio flutuante, o banco central deixa que o mercado de câmbio estabeleça o preço da moeda estrangeira.

No regime de câmbio fixo o Banco Central expande (contraí) a base monetária através da compra (venda) das reservas internacionais. Neste tipo de regime a política monetária é passiva, pois o banco central não pode tentar, de maneira sistemática, conduzir operações de mercado aberto, para fixar a taxa de juros. Com efeito, admita-se, por exemplo, que o Banco Central venda títulos públicos, contraindo a base monetária e aumentando a taxa de juros. Nestas circunstâncias, capital externo entraria no país para aproveitar a subida da taxa de juros, e o banco central seria obrigado a comprar reservas internacionais, para impedir a queda da taxa de câmbio. Esta operação de compra de reservas internacionais aumentaria a base monetária e reduziria a taxa de juros; o processo de entrada de capital externo deixaria de ocorrer quando a taxa de juros voltasse para o seu nível anterior, com a base monetária no seu antigo patamar.

* Professor da Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getulio Vargas e do Departamento de Engenharia de Produção da Universidade Federal Fluminense.

Quadro I

Banco Central: Balanço Simplificado

ATIVO	PASSIVO
1. Reservas Internacionais	1. Base Monetária 1.1. Reservas Bancárias 1.2. Papel Moeda
2. Títulos Privados (redesconto, empréstimos de liquidez, etc)	2. Títulos do Banco Central
3. Títulos Públicos (letras e notas do Tesouro Nacional)	3. Patrimônio

O regime de câmbio fixo requer, portanto, que o banco central siga uma disciplina rígida nas suas operações ativas, não expandindo o crédito líquido (= títulos privados em carteira + títulos públicos em carteira - obrigações por títulos do banco central emitidos) para que a taxa de câmbio fixa possa ser mantida. O financiamento sistemático do déficit público pelo banco central é incompatível com o funcionamento de um regime de câmbio fixo.

Um dos principais argumentos dos defensores de um regime de câmbio fixo consiste justamente na disciplina que este regime impõe na condução da política econômica, pois o banco central não pode controlar a taxa de juros nem tampouco financiar déficit público através da emissão de moeda. A passividade da política monetária implica que, no longo prazo, a taxa de expansão monetária do país que mantém o câmbio fixo será igual à taxa de expansão monetária do país no qual a moeda foi atrelada (o dólar, por exemplo), havendo também convergência da taxa de inflação.

A experiência histórica dos sistemas de câmbio fixo mostra que invariavelmente os países que adotaram este regime não têm obedecido à disciplina rígida que o sistema impõe, sacrificando o câmbio fixo em prol de objetivos que não podem ser atingidos com o funcionamento de um regime de câmbio fixo.

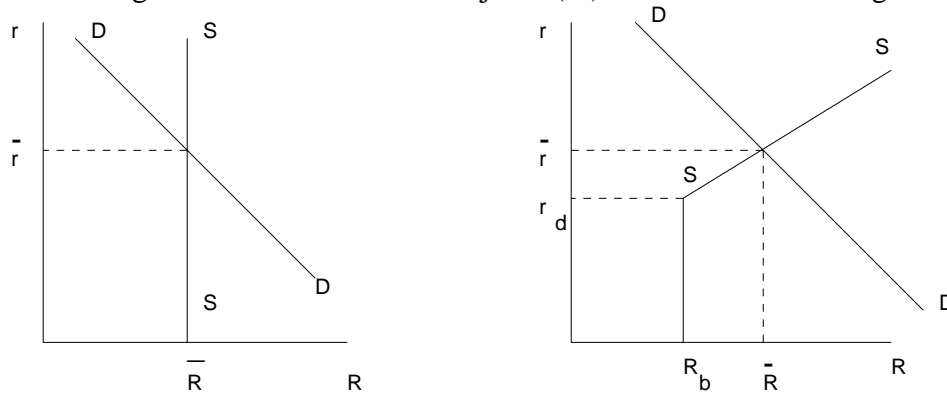
No regime de câmbio flutuante, o banco central intervém regularmente no mercado monetário através de operações de mercado aberto, comprando e vendendo títulos públicos. Porém, as intervenções no mercado de câmbio são esporádicas e não têm um caráter sistemático.

2.2. Instrumento de Política Monetária

Os instrumentos de política monetária, de um modo genérico, são as variáveis que o banco central controla diretamente. Os três instrumentos tradicionais de política monetária são a taxa de juros no mercado de reservas bancárias, a taxa de redesconto e as alíquotas das reservas compulsórias sobre os depósitos do sistema bancário.

O banco central exerce o monopólio da moeda obrigando o sistema bancário a manter parte de seus depósitos sob a forma de reservas bancárias depositadas no banco central. Esta demanda de reservas bancárias é compulsória e depende da alíquota fixada pelo banco central. Os bancos podem, por necessidade do próprio negócio, ter reservas adicionais, cujo volume varia em função das condições de mercado. A demanda total de

reservas bancárias depende da taxa de juros, a quantidade de reservas (R) sendo correlacionada negativamente com a taxa de juros (r) como indicado na Figura 1.



a) Redesconto Punitivo

b) Redesconto Não-Punitivo, com restrições

Figura 1. Mercado de Reservas Bancárias

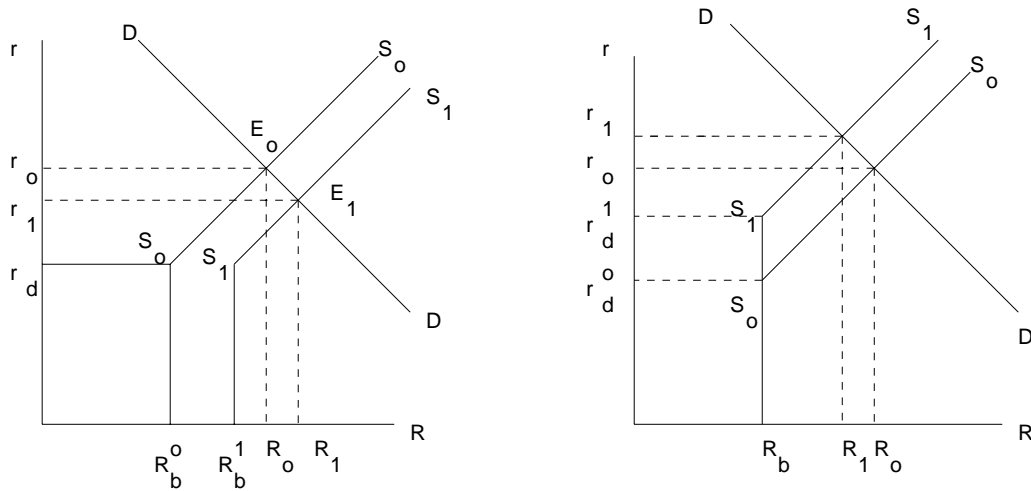
Uma das funções do banco central é ser banco dos bancos, e uma das maneiras que o banco central empresta dinheiro ao sistema bancário é através do redesconto. O funcionamento do mercado de reservas bancárias depende do tipo de política de redesconto adotado pelo banco central. No sistema de política de redesconto em que o banco central estabelece que o custo de redesconto é igual à taxa de juros de mercado mais um percentual adicional, a taxa de redesconto é punitiva. Neste sistema um banco somente usará a alternativa do redesconto em última instância.

A Figura 1a mostra como funciona o mercado de reservas bancárias no sistema de redesconto punitivo. O banco central pode fixar a taxa de juros (\bar{r}) ou o nível de reservas bancárias (\bar{R}), através de operações de mercado aberto. Quando o banco central compra títulos públicos, expande o nível de reservas bancárias e a taxa de juros diminui; quando o banco central vende títulos públicos, o nível de reservas bancárias diminui e a taxa de juros sobe.

No sistema em que a taxa de redesconto é fixada pelo banco central abaixo da taxa de juros de mercado, o sistema de redesconto é não-punitivo. Caso o banco central não estabelecesse restrições e critérios para os bancos terem acesso ao redesconto, a taxa de juros no mercado de reservas bancárias seria igual à taxa de redesconto. Neste sistema, o banco central impõe custos não pecuniários aos bancos que usarem frequentemente o redesconto. A curva de oferta de reservas bancárias é positivamente inclinada, a partir da taxa de juros igual à taxa de redesconto, justamente devido a este fato. A Figura 1b mostra como funciona o mercado de reservas bancárias no sistema de redesconto não-punitivo. O volume de reservas bancárias suprido pelo banco central através de operações de mercado aberto é igual a R_b , o volume de reservas obtido pelos bancos no redesconto é igual a $\bar{R} - R_b$, e o total de reservas bancárias é igual a \bar{R} . A taxa de juros no mercado de reservas bancárias é igual a \bar{r} .

O banco central pode alterar a taxa de juros do mercado de reservas bancárias através de operações de mercado aberto ou através de mudança na taxa de redesconto. Na Figura 2b o banco central aumentou o volume de reservas bancárias ($R_b^1 - R_b^0$) comprando títulos públicos. Como conseqüência a taxa de juros diminui de r_0 para r_1 , o volume total de reservas bancárias aumenta de R_0 para R_1 . Na Figura 2b o banco central aumentou a

taxa de redesconto de r_1^o para r_d^1 , fazendo com que taxa de juros das reservas bancárias subisse de r_o para r_1 , e o volume total de reservas bancárias diminuísse de R_o para R_1 , como consequência da redução de redesconto usado pelos bancos. Uma terceira opção para o banco central afetar a taxa de juros é a mudança da alíquota dos depósitos compulsórios. Um aumento da alíquota, acarreta um aumento da demanda de reservas bancárias, e consequentemente faz com que a taxa de juros suba.



a) Operação de Mercado Aberto

b) Aumento da Taxa de Redesconto

Figura 2. Instrumentos de Política Monetária

2.3. Objetivos da Política Monetária

O objetivo final da política monetária é o bem estar da sociedade. Embora seja difícil discordar deste objetivo, certamente existe grande divergência entre os economistas de como implementá-lo na prática. Os monetaristas enfatizam a estabilidade do nível de preços; os economistas keynesianos preferem o nível de emprego. A controvérsia sobre a curva de Phillips terminou convencendo os economistas keynesianos que no longo prazo a política monetária afeta somente o nível de preços e não o nível de atividade econômica.. Todavia, os economistas keynesianos acreditam que mesmo assim o banco central pode contribuir para que a duração de uma recessão seja abreviada com uma política monetária mais expansionista.

A relação entre o objetivo final da política monetária e o instrumento do dia a dia no procedimento operacional do banco central pode ser compreendida facilmente através da seguinte equação de reação:

$$\Delta r = \alpha (p - \bar{p}) + \beta (y - \bar{y}), \quad \alpha \geq 0, \beta \geq 0$$

onde Δr é a variação na taxa de juros do mercado de reservas bancárias ($\Delta r = r_t - r_{t-1}$); p é o nível de preços da economia e \bar{p} é a meta estabelecida pelo banco central para o nível de preços; y é o nível do produto real da economia e \bar{y} é o produto real de pleno emprego; α e β são parâmetros não negativos. Esta equação de reação pretende descrever o

comportamento do banco central¹ Isto é, se o nível de preços subir acima da meta estabelecida ($p > \bar{p}$), o banco central aumenta a taxa de juros implementando uma política contracionista; se o nível de preços estiver abaixo da meta ($p < \bar{p}$), o banco central reduz a taxa de juros, com uma política expansionista.

Quando o objetivo final da política monetária for o pleno emprego da economia, o banco central reduz a taxa de juros quando a economia estiver abaixo do pleno emprego ($y < \bar{y}$), e aumenta a taxa de juros quando a economia estiver aquecida ($y > \bar{y}$).

O banco central, tendo como objetivo final da política monetária a estabilidade dos preços, ou o nível de emprego, pode utilizar, no curto prazo, objetivos intermediários, cuja informação é disponível com mais rapidez do que aquelas relativas ao objetivo final. Nestas circunstâncias, o banco central pode usar uma função de reação estilizada do tipo:

$$\Delta r = \gamma (M - \bar{M} + \delta(\bar{i} - i), \quad \gamma \geq 0 \quad \delta \geq 0$$

onde γ e δ são parâmetros não negativos, M é um agregado monetário, \bar{M} é a meta intermediária para o agregado monetário, i é uma taxa de juros de longo prazo e \bar{i} é a meta intermediária para a taxa de juros de longo prazo. Neste tipo de função de reação, o banco central aumenta a taxa de juros no mercado de reservas bancárias quando o estoque do agregado monetário for maior do que a meta intermediária ($M > \bar{M}$); o banco central aumentaria a taxa de juros no mercado monetário quando a taxa de juros de longo prazo estivesse abaixo da meta estabelecida para a taxa de juros de longo prazo. A racionalidade econômica por trás do comportamento do banco central deve estar fundamentada na relação estável entre a meta intermediária e o objetivo final da política monetária.

3. O Banco Central do Brasil: A Experiência Brasileira

3.1. A Reforma Bancária de 1964

A reforma bancária de 1964, através da lei nº 4595, de 31/12/1964, criou o Banco Central do Brasil, que começou a funcionar em abril de 1965. Esta reforma foi importante porque até aquele momento o Brasil não tinha um banco central. Antes de 1964 o Banco do Brasil, um banco comercial, funcionava também como um banco central. Em 1945 foi criada a Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), dirigida por um Conselho presidido pelo Ministro da Fazenda, que seria o embrião do futuro banco central.²

A SUMOC era responsável pela formulação da política monetária mas na prática não tinha controle da sua execução, que estava dispersa por vários órgãos: i) Banco do Brasil através de suas Carteiras de Redesconto (CARED), de Câmbio e Comércio Exterior (CACEX); ii) da Caixa de Mobilização Bancária (CAMOB), uma instituição administrada pelo diretor da CARED; e da Caixa de Amortização, do Ministério da Fazenda. A Caixa

¹O banco central pode ter apenas uma variável como objetivo, por exemplo, a estabilidade do nível de preços ($\beta=0$). A observação do comportamento de vários bancos centrais sugere a hipótese de que os coeficientes da equação de reação mudam de tempos em tempos. Numa recessão o banco central diminui a taxa de juros para estimular a recuperação da economia; numa época em que a economia está superaquecida o banco central aumenta a taxa de juros para reduzir a taxa de crescimento dos preços. Alguns economistas criticam este tipo de comportamento alegando que esta sintonia fina produz mais instabilidade na economia.

² A primeira e a segunda subseção são baseadas em Barbosa (1983) e Barbosa (1995). A terceira subseção reproduz argumentos apresentados em Barbosa (1993).

de Amortização emitia moeda, quando solicitada pela CARED ou pela CAMOB, depois da autorização do Conselho da SUMOC.

A CAMOB tinha como objetivo socorrer bancos com crise de liquidez, em virtude de saques anormais de seus depositantes. A CARED além do redesconto bancário normal, também operava em nome do governo para refinanciar determinadas atividades através do sistema bancário. A CACEX era responsável pela execução da política de comércio exterior, enquanto a Carteira de Câmbio do Banco do Brasil executava a política de câmbio e administrava as reservas internacionais do país.

Os principais objetivos da Reforma Bancária de 1964 foram a criação do Banco Central e a concessão de autonomia das Autoridades Monetárias em relação ao Governo Federal. A autonomia se caracterizava pelo fato do Conselho Monetário Nacional, órgão de cúpula da política monetária, que deliberava pela maioria simples dos seus membros, ter seis membros com mandatos fixos e três membros demissíveis ad nutum pelo Presidente da República: o Ministro da Fazenda, que presidia o Conselho, e os presidentes do Banco do Brasil e do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE). A diretoria do Banco Central do Brasil, órgão executivo da política monetária, era composta por quatro membros, escolhidos entre os seis membros do Conselho Monetário Nacional com mandatos fixos de seis anos.

O Ato Institucional nº 5, de 13 de dezembro de 1968, da Junta Militar que governou o país naquela época, tornou letra morta esta autonomia ao suspender as garantias legais daqueles que exerciam mandato fixo. Posteriormente, a Lei nº 6045, de 15 de maio de 1974, reconheceu esta situação de fato e estabeleceu que os diretores do Banco Central seriam demissíveis ad nutum pelo Presidente da República. Depois da redemocratização do país, a Constituição de 1988 estabeleceu no artigo 192 que a organização do Banco Central deve ser objeto de uma Lei Complementar (que requer aprovação pela maioria absoluta do Congresso Nacional). Esta lei ainda não foi objeto de deliberação no Congresso.

A lei de Reforma Bancária de 1964 extinguiu a Caixa de Amortização, a CARED, a CAMOB, a fiscalização bancária que funcionava no Banco do Brasil, transferindo todas estas atividades para o Banco Central, inclusive a política cambial e a administração das reservas internacionais. Todavia, a Reforma Bancária não proibiu o Banco Central de exercer atividades que não competem a um banco central, como as de banco de fomento, subsidiar setores da economia ou regiões do país, e fiscalizar certas atividades como os consórcios de automóveis.

A lei da Reforma Bancária estabeleceu o Banco Central como responsável pela autorização para funcionamento das instituições financeiras. Até a Constituição de 1988 cada instituição detinha uma carta patente, que poderia ser negociada em mercado. A Constituição de 1988 estabeleceu no seu artigo 192 que a autorização para funcionamento de uma instituição financeira seria inegociável e intransferível, permitindo todavia a transmissão do controle de pessoa jurídica. Este dispositivo constitucional acabou, portanto, com a carta patente removendo a barreira para a entrada de novas empresas no sistema financeiro.

A Constituição de 1988, através do Artigo 52 das disposições transitórias, vedou a instalação no país de novas agências de instituições financeiras estrangeiras, e também proibiu o aumento da participação do capital estrangeiro em instituições financeiras com sede no país, a não ser em casos de acordos internacionais. Esta proibição estará em vigor enquanto não for disciplinado o assunto através da Lei Complementar que deverá regular o sistema financeiro. Todavia, o parágrafo único do Artigo 52 estipula que esta vedação não se aplica às autorizações que sejam de interesse do governo brasileiro. O Ministério da Fazenda através da Exposição de Motivos Nº 311, de 24/08/1995, propôs a liberação da

entrada do capital estrangeiro em instituições do sistema financeiro nacional, que poderá ser autorizada pelo Presidente da República, depois de aprovada pelo Conselho Monetário Nacional.

O Banco Central do Brasil é responsável pela supervisão e fiscalização das instituições do sistema financeiro nacional. A Lei nº 6024, de 13/03/1974, permite o banco central intervir ou liquidar extrajudicialmente instituições financeiras privadas e públicas não controladas pelo governo federal. O Decreto-Lei nº 2321, de 25/02/1987, permite o banco central intervir temporariamente em empresas do sistema financeiro através do regime de administração especial temporária, conhecido pelo acrônimo RAET. A administração temporária, intervenção ou liquidação extra-judicial (equivalente à falência de empresas não financeiras) se justifica quando instituições financeiras tenham infringido dispositivos da legislação bancária ou quando a administração das mesmas tenham levado a instituição a uma situação de liquidez que ponha em risco os credores e o próprio sistema financeiro. O Banco Central pode transformar o regime de administração especial ou a intervenção num processo de liquidação extrajudicial, quando julgar que não existe possibilidade de recuperar a instituição.

A crise financeira do segundo semestre de 1995 mostrou que esta legislação não dava ao Banco Central do Brasil os instrumentos necessários para uma atuação preventiva, que permitisse uma ação saneadora para evitar que uma empresa financeira mal administrada se torne num doente terminal. A nova legislação autoriza o banco central a exigir que uma empresa financeira aumente seu capital, transfira seu controle acionário, seja reestruturada mediante fusão, incorporação ou cisão. Na hipótese de que a instituição financeira não obedeça às instruções, o Banco Central intervém na empresa da maneira que achar mais adequada. De acordo com esta nova legislação (Medida Provisória nº 1182, de 17/11/95), no caso de qualquer tipo de intervenção, os ativos dos proprietários da instituição financeira ficam bloqueados para responder por eventuais perdas. Anteriormente, isto só acontecia com o patrimônio dos administradores da instituição. Um outro subproduto da crise financeira de 1995 foi a criação do programa de Estímulo à Reestruturação do Sistema Financeiro Nacional (PROER), que além de incentivos fiscais oferece linhas de crédito especiais do Banco Central para a incorporação de bancos. Um possível efeito colateral negativo deste tipo de programa pode ser o desestímulo à eficiência, através de uma concentração bancária que acarrete menor grau de concorrência.

Uma característica importante do sistema financeiro brasileiro é a existência de um grande número de bancos de propriedade dos governos federal e estadual. Os argumentos usados para justificar os bancos oficiais podem ser classificados em três grupos: i) arrecadação das transferências inflacionárias; ii) externalidades e iii) razões sociais. O argumento das transferências inflacionárias afirma que os bancos oficiais ao arrecadarem os ganhos advindos da inflação, estes recursos destinam-se ao setor público, ao invés do que acontece com a transferência que os bancos privados recebem em virtude da inflação. Todavia, este argumento deixa de ter sentido se a sociedade abandonar o imposto inflacionário com um instrumento que penaliza as camadas mais pobres da população, preferindo outros mecanismos mais eficientes e mais justos para financiar o estado.

O argumento da externalidade para defender a existência de bancos oficiais, presume que estes bancos nas suas operações de crédito levariam em conta as externalidades geradas pelos projetos de investimento que financiam. Em primeiro lugar, não há nada que garanta que isto efetivamente ocorra. Em segundo lugar, existem outras maneiras de se lidar com externalidades, cabendo ao governo tratar deste assunto através de outros instrumentos.

As razões sociais alegadas para defender-se a existência de bancos oficiais são diversas. Uma delas é de que os bancos oficiais instalam agências pioneiras em lugares

que os bancos privados não se interessam por falta de lucratividade. Caberia, nestas circunstâncias, investigar se o banco oficial cumpre esta tarefa ao menor custo social, e senão seria o caso do governo pagar, através do leilão competitivo, por este tipo de serviço. Outra razão social mencionada é de que a população de baixa renda não teria acesso aos serviços do sistema financeiro privado. Novamente, cabe averiguar qual seria o menor custo de prover este serviço, se a sociedade deseja que ele seja oferecido.

Na verdade, a história recente dos bancos oficiais no Brasil mostrou que eles foram usados pelos acionistas controladores para financiar os estados, em desrespeito da Lei Nº 4595. Os estados tornaram-se inadimplentes, não honrando seus compromissos, rolando o principal e os juros num típico jogo de Ponzi, no jargão da moderna teoria macroeconômica. Os bancos oficiais transferiram, então, seus problemas para o banco central, que no final das contas teve que arcar com os custos da irresponsabilidade populista dos governantes do dia. Para que estes eventos deixem de se tornar eventos recorrentes, a única saída é a privatização dos bancos oficiais.

3.2. As Relações do Banco Central com o Banco do Brasil e o Tesouro Nacional

A Reforma Bancária permitiu que "a execução de encargos e serviços de competência do Banco Central do Brasil poderia ser contratada com o Banco do Brasil por determinação do Conselho Monetário Nacional, pelo prazo e nas condições por este fixados" (Artigo 13 da Lei nº 4595). Esta permissão foi usada e na prática criou a Conta Movimento, entre as duas instituições, que transformou o Banco do Brasil em Autoridade Monetária.

Esta conta era uma fonte de recursos para o Banco do Brasil e uma fonte de utilização de recursos do Banco Central. Portanto, as operações do Banco do Brasil tinham impacto sobre o passivo monetário do Banco Central, a base monetária. Nestas circunstâncias, a programação da política monetária exigia a consolidação dos balanços das duas instituições, dando origem ao orçamento monetário, que durante anos foi o principal instrumento da programação monetária no Brasil.

Em 1986 a relação incestuosa entre o Banco do Brasil e o Banco Central acabou, com a extinção da Conta Movimento, o Banco do Brasil deixou de ter uma situação privilegiada no sistema financeiro nacional, e o Banco Central passou a ser a única Autoridade Monetária no país.

O parágrafo segundo do Artigo 49 da Lei nº 4595 permitia que o Banco Central do Brasil, mediante autorização do Conselho Monetário Nacional baseado na lei orçamentária do exercício, poderia adquirir diretamente letras do Tesouro Nacional, com emissão de papel moeda. Num país sem a mínima tradição de disciplina fiscal e com longa experiência de financiar déficits públicos através da emissão de moeda, esta permissão legal não chega a ser uma surpresa. Uma parte do estoque de títulos públicos na carteira do Banco Central do Brasil representa a soma dos déficits públicos financiados desta maneira até a promulgação da Constituição de 1988. O parágrafo primeiro do Artigo 164 desta Constituição estabeleceu que "é vedado ao Banco Central conceder, direta ou indiretamente, empréstimos ao Tesouro Nacional e a qualquer órgão ou entidade que não seja instituição financeira". Desta maneira, o Banco Central atualmente está legalmente impedido de comprar diretamente do Tesouro Nacional títulos públicos.

O terceiro parágrafo do Artigo 164 da Constituição de 1988 estabeleceu que as disponibilidades de caixa da União sejam depositadas no Banco Central, não permitindo, portanto, que o Governo Federal mantenha depósitos, no sistema financeiro, privado ou estatal. Estes depósitos são remunerados pelo Banco Central, e sua movimentação causa

impacto na liquidez da economia em virtude de mudança no passivo monetário do Banco Central.

O lucro do Banco Central, isto é, o resultado líquido de suas operações ativas e passivas é transferido para o Tesouro Nacional. Este resultado somente pode ser utilizado na amortização da dívida pública.

A lei nº 4595 da Reforma Bancária autorizou o Banco Central do Brasil a efetuar, como instrumento de política monetária, operações de compra e venda de títulos públicos federais (inciso XI do Artigo 10). A Constituição de 1988 ratificou esta permissão ao estabelecer (parágrafo segundo do Artigo 164) que o Banco Central pode comprar e vender títulos de emissão do Tesouro Nacional com o objetivo de regular a oferta de moeda ou a taxa de juros. Cabe salientar que este preceito é inconsistente com a proibição do Banco Central conceder indiretamente empréstimos ao Tesouro (parágrafo primeiro do mesmo artigo). Com efeito, nada impede que o Tesouro venda um título ao público e que o Banco Central a pretexto de política monetária o compre, ocorrendo, portanto, um empréstimo indireto ao Tesouro.

3.3. Procedimentos Operacionais do Mercado Aberto Brasileiro

O mercado aberto brasileiro começou praticamente no início da década dos 70 com a introdução das Letras do Tesouro Nacional (LTN), um título de curto prazo do Tesouro Nacional, vendido com um desconto sobre seu valor de face. A emissão, colocação e resgate das LTN's eram feitas pelo Banco Central. Cabe salientar que as LTN's não foram criadas com o objetivo de financiar o Tesouro Nacional, mas sim como um instrumento de política monetária. A Lei Complementar nº 12, de 8 de novembro de 1971, tornou legal a situação esdrúxula do Banco Central emitir LTN's em nome do Tesouro Nacional, ao excluir as despesas de juros com a dívida pública do Orçamento Fiscal. Esta lei delegou ao Banco Central do Brasil, a responsabilidade pela administração da dívida pública, uma função que não compete a um banco central. Em 1988 acabou-se com esta situação atípica e o Banco Central deixou de administrar a dívida pública brasileira.

Uma mudança operacional importante na negociação de títulos públicos foi efetuada pelo Banco Central em novembro de 1979, quando foi alterada a forma de liquidação financeira das operações de compra e venda de títulos públicos, inicialmente para as LTN's, e posteriormente para os demais títulos públicos. Até então, as liquidações financeiras das operações de compra e venda dos títulos públicos em circulação no mercado eram efetuadas através da compensação bancária. A partir de novembro de 1979, com a implantação do Sistema de Liquidação e Custódia (SELIC) de títulos públicos, as liquidações financeiras passaram a ser feitas diretamente na conta Reservas Bancárias, que os bancos são obrigados a manter no Banco Central, no mesmo dia da operação, através de lançamentos de débito e crédito. A consequência prática desta nova forma de liquidação financeira foi que os títulos públicos tornaram-se substitutos quase perfeitos para as reservas bancárias. Tudo se passou como se as reservas bancárias repentinamente tivessem a mesma remuneração dos títulos públicos.

A demanda de reservas bancárias tem dois componentes: i) as reservas compulsórias que são obrigadas a manter junto ao Banco Central e ii) as reservas excedentes que os bancos desejam manter para atender às necessidades de liquidez inerentes à atividade bancária. O fato de que a venda de títulos públicos transforma-se imediatamente em reservas bancárias, tornou a demanda de reservas excedentes independente da taxa de juros. Os bancos preferem ter em sua carteira títulos públicos, que rendem juros, ao invés de reservas bancárias que não são remuneradas.

A Lei 4595 da Reforma Bancária estabeleceu que o Banco Central poderia criar recolhimentos compulsórios sobre os depósitos das instituições financeiras e permitiu que o depósito compulsório fosse usado para outras finalidades, e não somente como um instrumento de política monetária. As modificações efetuadas neste instrumento desde 1964 são inúmeras, embora a sistemática de recolhimento do compulsório tenha sido sempre baseada num sistema de reservas defasadas.³ Neste mecanismo existe para o sistema bancário dois períodos: um para o cálculo e outro de movimentação do compulsório. No período de cálculo, que atualmente corresponde a uma semana, calcula-se a média dos depósitos sujeitos ao recolhimento compulsório.⁴ Na semana seguinte, os bancos são obrigados a manter um valor médio do compulsório, podendo haver saques que sejam compensados por depósitos que preservem a média previamente estabelecida.⁵

No regime de reservas compulsórias defasadas, o período de cálculo antecede, portanto, o período de movimentação, de sorte que as reservas compulsórias são determinadas pelos depósitos bancários do período precedente. A demanda total de reservas bancárias no Brasil no período de movimentação independe, portanto, da taxa de juros por duas razões: i) o sistema de reservas compulsórias defasado e ii) a forma em que se processam as liquidações financeiras com títulos públicos. Nestas circunstâncias, a curva de demanda de reservas bancárias no período de movimentação é vertical como indicado na Figura 1.

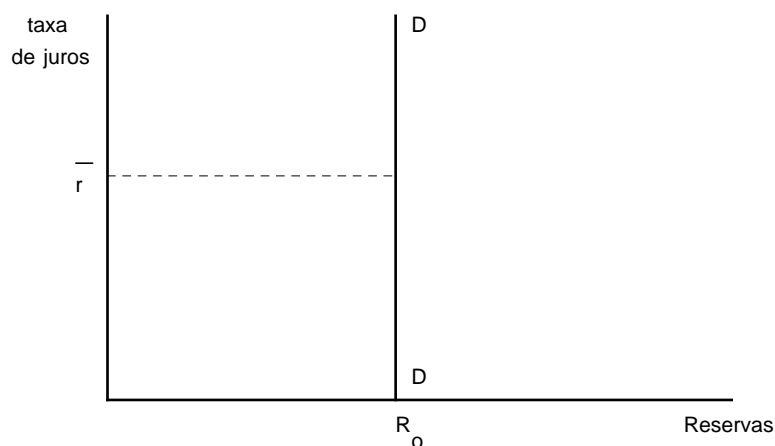


Figura 1. Mercado de Reservas Bancárias

Quando a demanda de reservas bancárias não depende da taxa de juros o Banco Central não pode adotar o procedimento operacional de fixação das reservas, pois se o Banco Central suprir um volume de reservas inferior a demandada (R_0 na Figura 1), a taxa de juros subiria sem limites. No caso contrário, se o Banco Central injetar reservas demais

³Com o Plano Real, em julho de 1994, o recolhimento compulsório sobre depósitos à vista foi estabelecido em 100% sobre os depósitos adicionais a partir daquela data; em 09/12/1994 este percentual foi reduzido para 90%, e em 20/07/1995 houve uma nova redução para 83%. Em 17/08/1995 foi criado um limite de dois milhões de reais para os depósitos à vista, que é isento de compulsório. Os depósitos a prazo são também obrigados a recolhimento compulsório no Banco Central, mas estes são feitos em títulos públicos e(ou) remunerados pela taxa SELIC. Em 17/08/1995 a taxa de depósito compulsório para depósitos a prazo foi fixada em 20%, sendo 17% em títulos públicos e 3% remunerados pela taxa SELIC. Nos depósitos de poupança a taxa do recolhimento compulsório estabelecida em 24/08/1995 era igual a 15%. Este depósito compulsório é remunerado à taxa de juros de referência (TR), mais 6,5% ao ano.

⁴O período da cálculo do depósito compulsório (em setembro de 1995) na conta Reservas Bancárias que os bancos mantêm no Banco Central, começa na terça-feira de uma semana e termina na segunda-feira da semana seguinte, considerando-se para o cálculo da média somente os dias úteis.

⁵A partir de meados de agosto de 1995 a exigibilidade diária do recolhimento compulsório sobre depósitos à vista é de 60%.

no sistema a taxa de juros seria igual a zero. Logo, nestas circunstâncias não resta ao Banco Central outro procedimento operacional senão o controle da taxa de juros.

O procedimento operacional que o banco central usa no mercado aberto brasileiro é, portanto, a fixação da taxa de juros no mercado de reservas bancárias (a taxa de juros SELIC/overnight), que é a taxa de juros básica do sistema financeiro. Todavia, neste mecanismo dificilmente o volume de reservas existente na economia será igual à quantidade demandada: ou existe excesso, ou, então, escassez de reservas. No primeiro caso, o Banco Central fornece lastro, absorvendo as reservas excedentes, com a venda de títulos no mercado, através do instrumento da carta de recompra. No segundo caso, o Banco Central, então, através da carta de recompra fornece as reservas necessárias comprando títulos, numa operação que ficou conhecida no mercado financeiro como zeragem automática.

A política de redesconto do Banco Central, denominada de empréstimo de liquidez ao sistema financeiro nacional, tem sido feita a taxas de juros punitiva. Esta taxa é fixada acrescentado-se a taxa de juros do mercado de reservas bancárias, a taxa de juros SELIC-overnight, um adicional que depende do volume da operação. Em setembro de 1995 as condições de redesconto eram as seguintes: i) para saques até o limite contratual de cada instituição financeira, a taxa de redesconto era igual à taxa SELIC mais 8% ao ano; ii) para saques acima do valor contratual porém inferior ao dobro do limite do contrato, a taxa de redesconto era igual à taxa SELIC mais 9% ao ano; iii) para saques que excedam a duas vezes o limite contratual, a taxa de redesconto era igual à taxa SELIC mais 10% ao ano.

3.4. Regime Cambial e Objetivos da Política Monetária Brasileira

O regime cambial brasileiro, desde a criação do Banco Central do Brasil, tem sido um sistema de câmbio fixo. Todavia, em virtude da inflação endêmica a taxa de câmbio tem sido desvalorizada frequentemente. A partir de agosto de 1968 o Brasil adotou um sistema de minidesvalorização cambial em que a taxa de câmbio permanece fixa durante pequenos intervalos de tempo. A regra de minidesvalorização cambial tem levado em conta a diferença entre as taxas de inflação doméstica e externa. O Banco Central do Brasil, portanto, compra e vende moeda estrangeira ao preço fixado. Entretanto, o acesso a este mercado é limitado, com o Banco Central estabelecendo as condições e regulando as operações que podem ser transacionadas neste mercado. As operações de compra e venda de moeda estrangeira não contempladas no mercado oficial só podiam ser feitas através do mercado paralelo. Mais recentemente, com a criação do mercado de taxas flutuantes o mercado paralelo foi esvaziado, embora ele ainda exista. A liberação do mercado de câmbio que ocorreu recentemente levará no futuro próximo a unificação do mercado de câmbio, pois não existe argumentos para defender a intervenção excessiva do mercado de câmbio que foi praticada nos últimos cinquenta anos da nossa história.

O Banco Central do Brasil, desde a criação do mercado aberto no início da década dos 70, intervém diariamente no mercado de reservas bancárias para fixar a taxa de juros básica da economia, a taxa SELIC/overnight. É conhecimento comum, obtido em qualquer livro texto de economia, que num sistema de câmbio fixo o banco central não pode fixar simultaneamente a taxa de câmbio e a taxa de juros. No curto prazo, o banco central pode esterilizar suas compras de moeda estrangeira vendendo títulos públicos. Mas este tipo de operação não pode ser feita de modo ilimitado, pois o banco central depois de vender toda sua carteira de títulos públicos comprando reservas internacionais, teria de aumentar indefinidamente suas obrigações por emissão de títulos de responsabilidade do próprio banco central.

Na prática a maneira precária de compatibilizar o controle simultâneo das taxas de juros e de câmbio é introduzir controles no balanço de pagamentos, seja na conta corrente como na conta de capital. Na conta corrente a maneira mais simples é colocar barreiras ao fluxo de comércio, através de impostos nas importações e(ou) subsídios nas exportações, ou mesmo estabelecer restrições quantitativas. Na conta de capital a maneira tradicional é colocar impostos na entrada de capitais, ou mecanismos equivalentes como um sistema de quarentena, onde o capital estrangeiro só pode ser internalizado no país depois de um período de isolamento no banco central. Não surpreende, portanto, que o Brasil tem sustentado este arremedo de regime cambial/monetário através de diversos expedientes de controle do balanço de pagamentos, desde a década dos 70 até os dias atuais do Plano Real.

O Plano Real não mudou o regime cambial/monetário brasileiro e tem sido ambíguo quanto a âncora nominal do sistema. A âncora nominal é uma designação nova para a escolha do sistema cambial. A âncora cambial corresponde a um sistema de câmbio fixo, onde o banco central fixa a taxa de câmbio. A âncora monetária corresponde a um sistema de câmbio flutuante, onde o banco central nas suas operações diárias controla a taxa de juros. A ambiguidade do Plano Real decorre do fato de que o Banco Central do Brasil continua intervindo, de modo sistemático, nos mercados cambial e monetário. Os economistas que preferem um sistema de câmbio fixo afirmam que o Plano Real usa a âncora cambial. Os economistas que preferem que o Banco Central controle o estoque de moeda, afirmam que a âncora do Plano Real é a âncora monetária. Ambos estão certos e errados ao mesmo tempo, pois o Banco Central do Brasil continua experimentando com o que já deu errado no passado, tentando fixar dois preços ao mesmo tempo, quando ele só tem condições de fixar apenas um deles, a taxa de câmbio ou a taxa de juros.

O objetivo primordial da política monetária brasileira, desde a criação do Banco Central do Brasil até junho de 1994 quando o real substituiu o cruzeiro, foi financiar parte do déficit público através da emissão de moeda. O sistema de intervenção simultânea nos mercados cambial e monetário, desenvolvido no final da década dos 60 e início da década dos 70, foi a arquitetura necessária para que o Banco Central do Brasil, desempenhasse a função auxiliar da receita federal, arrecadando o imposto inflacionário, que agravou as injustiças sociais do desenvolvimento econômico brasileiro. A política monetária, portanto, esteve sempre subordinada ao objetivo do financiamento do déficit público.

4. Conclusão

A experiência acumulada desde a criação do Banco Central do Brasil sugere algumas reformas importantes dentro do atual arcabouço institucional. A primeira é a escolha de um regime cambial definido para a atuação do Banco Central, deixando de lado a ambiguidade que sempre caracterizou o regime brasileiro onde o Banco Central pretende fazer ao mesmo tempo duas coisas incompatíveis: fixar simultaneamente a taxa de câmbio e a taxa de juros. A segunda reforma consiste em aperfeiçoar os mecanismos dos procedimentos operacionais no mercado aberto para fazer com que o Banco Central não tenha que intervir no dia a dia do funcionamento do mercado de reservas bancárias. A terceira reforma é a definição de estabilidade da moeda como objetivo fundamental do Banco Central, não permitindo que esta instituição seja desvirtuada de suas funções tradicionais, para servir de instrumento perverso para tornar ainda pior as condições econômicas das camadas mais pobres da população brasileira.

A experiência acumulada desde a criação do Banco Central do Brasil sugere, também, uma reforma do atual arcabouço institucional. A manutenção do status quo não

garante que o futuro próximo seja diferente do passado. Uma reforma do atual arcabouço institucional ocorreria através da autonomia do Banco Central, com um mandato fixo para sua diretoria. Alguns economistas preferem usar a palavra independência ao invés de autonomia. Todavia, a independência em relação ao Poder Executivo e ao Poder Legislativo transformaria o Banco Central no quarto poder da República. Este tipo de arcabouço institucional não faz sentido pois o Congresso deve ser soberano para resolver os conflitos sociais inerentes a uma sociedade democrática. A proposta de autonomia equivale a ter um Banco Central independente com relação ao Poder Executivo, mas não com relação ao Poder Legislativo. A nomeação da diretoria do banco pelo Presidente da República teria que ser submetida à aprovação do Senado Federal, como ocorre atualmente. Por outro lado, a demissão da diretoria do Banco Central pelo Presidente da República só poderia ocorrer depois de aprovada pelo Senado Federal.

A autonomia do Banco Central daria a sua diretoria um poder de barganha na definição da política econômica, pois atualmente quando há discordância do Banco Central com o Ministério da Fazenda, a única alternativa da diretoria do Banco Central é apresentar a carta de demissão. A experiência internacional de vários bancos centrais autônomos é de que não existe independência no sentido de que o Banco Central estabelece políticas sem levar em conta a situação política do país⁶. A autonomia permite que o Banco Central possa defender a moeda de políticos míopes, que baseados em objetivos de curto prazo, desejam usar a política monetária em benefício próprio ou de grupos que eles representam, contrário aos interesses de longo prazo da sociedade. A recusa do Banco Central em financiar de maneira sistemática déficits públicos faria com que o conflito existente no orçamento do governo tivesse que ser resolvido pelo Congresso, e não pelo Poder Executivo como ocorre com o atual arcabouço institucional. O imposto inflacionário é uma forma cruel de taxaço, pois ele tira recursos de quem não tem para dar a quem não precisa. Com um Banco Central autônomo as chances de que este tipo de transferência ocorresse certamente diminuiria.

Bibliografia

Banque de France, “Organisation et Fonctions de Quelques Grandes Banques Centrales”. Paris: Banco Central Francês, 1992.

Barbosa, F.H., “A Inflação Brasileira no Pós-Guerra: Monetarismo Versus Estruturalismo”. Rio de Janeiro, IPEA/PNPE, 1983.

_____, “O Mercado Aberto Brasileiro: Análise dos Procedimentos Operacionais”. Revista Brasileira de Mercado de Capitais, V.16 (jul/dez/1993), p.37-60.

_____, “O Sistema Financeiro Brasileiro”. Mimeo, 1995.

Deutsche Bundesbank Special Series N° 7, “The Deutsche Bundesbank, its Monetary Policy Instruments and Functions”. Frankfurt am Main; Deutsche Bundesbank, 1989.

Goodhart, C., “The Evolution of Central Banks”. Cambridge, MA, The MIT Press, 1988.

⁶ Para a análise de várias experiências em bancos centrais em diferentes países ver, por exemplo, Goodhart (1988), Goodman (1992), Kennedy (1991), Reserve Bank of New Zealand (1992) e Sheng-Yi (1974).

Goodman, J.B., “Monetary Sovereignty: The Politics of Central Bank in Western Europe”. Ithaca: Cornell University Press, 1992.

Kennedy, E., “The Bundesbank: Germany’s Central Bank in the International Monetary System”. Londres: Royal Institute of International Affairs, 1991.

Reserve Bank of New Zealand, Monetary Policy and the New Zealand Financial System, 3ª edição. Nova Zelândia, 1992.

Sheng-Yi, L., “The Monetary and Banking Development of Singapore and Malaysia”. Cingapura, Singapose University Press, 1974.