

# Liquidez e “Zeragem Automática”: Resposta

Valdir Ramalho

Professor e pesquisador da Universidade Santa Úrsula (USU)

## RESUMO

*Em resposta a uma crítica de um artigo anterior sobre zeragem automática, este artigo argumenta que: (i) a oposição entre verticalismo e horizontalismo não é o que está em questão; (ii) os críticos da zeragem automática não conseguiram mostrar que os vazamentos de reservas resultantes do procedimento são bastante importantes para embarçar o controle monetário; (iii) o uso do procedimento é compatível com o controle de reservas nos intervalos de tempo relevantes; (iv) aquele procedimento cumpre uma função comum ao redesconto, mas de um modo mais efetivo e ágil; (v) antes de julho de 1994, o Banco Central do Brasil procurava controlar a taxa de juros do mercado de reservas bancárias, mas não torná-la constante independentemente das condições macroeconômicas.*

## PALAVRAS-CHAVE

*política monetária, reservas bancárias, procedimentos operacionais, economia brasileira*

## ABSTRACT

*In reply to a critique of a previous paper on “automatic clearing” (a procedure by which the Central Bank of Brazil finances banks, or is financed by them, in the end of the day), this paper argues that (i) the opposition between verticalism and horizontalism is not the issue; (ii) the critics of “automatic clearing” have failed to show that the reserve leaks allegedly resulting from the procedure are important enough to hamper monetary control; (iii) the use of the procedure is compatible with control of reserves in the relevant periods; (iv) that procedure fulfills a function common to the discount window in a more effective and prompt way; (v) Prior to July 1994, the Central Bank of Brazil sought to control the interest rate in the bank reserves market, but not to render it constant regardless of macroeconomic conditions.*

## KEY WORDS

*monetary policy, bank reserves, operating procedures, Brazilian economy*

Grandes mestres da filosofia da ciência, como John Stuart Mill e Karl Popper, insistiram que o confronto entre posições divergentes é extremamente importante para a ampliação do conhecimento. Por isso, os leitores do meu artigo sobre *zeragem automática* (RAMALHO, 1995) só podem considerar benéfica a iniciativa de criticá-lo tomada pelo professor Luiz Fernando Rodrigues de Paula (1996). E um autor que esteja de fato interessado em compreender o assunto, como deve estar qualquer pesquisador genuíno, recebe como uma benção a oportunidade de descartar proposições erradas que porventura esteja abraçando.

Infelizmente, porém, Paula caiu em uma armadilha intelectual que de vez em quando prende até mesmo pesquisadores inteligentes como ele: Paula resolveu classificar os contendores do debate em dois extremos, *verticalismo* e *horizontalismo*, escolhendo para si a posição *intermediária*. Essa estratégia impediu-o de perceber que é possível discordar de teses que ele abraça e, ao mesmo tempo, também estar adotando uma posição *intermediária*. Ao colocar-me em um dos extremos, Paula foi forçado a atribuir-me pontos de vista que não refletem os que propus no meu artigo. O resultado é que não houve genuíno confronto entre nós: primeiro, o artigo dele não aponta falhas em meus argumentos, pois concentra-se em atacar uma base *horizontalista* que não adotei; segundo, ele concorda com Pastore no ponto central sobre *zeragem automática*, mas não oferece novos argumentos em favor desse ponto. Para evitar que os leitores de Paula inadvertidamente pensem que conhecem as teses do meu artigo por meio da exposição que ele fez, desenvolvo os pontos que veremos a seguir.

· *Minha posição intermediária*. Em Ramalho (1995) focalizo situações de passividade, mas em nenhum momento afirmo que elas precisem levar a inteira ou completa passividade. Minhas menções a mecanismos de passividade da oferta monetária parecem contradizer o *verticalismo*; e é com base nisso que Rodrigues de Paula (p. 415, 417, 422) diz concluir que eu sou *horizontalista*. Mas como ele mesmo reconhece que existem pelo menos três posições possíveis, não tem validade o raciocínio pelo qual ele chegou àquela conclusão. Aliás, sem perceber, Paula (p. 422) contraditoriamente cita uma passagem onde nego que o dispositivo "leve a inteira passividade da política monetária". Uma das mensagens fundamentais de Ramalho (1995) é que, em muitos casos, passividade e capacidade de controle monetário não são mutuamente exclusivos; que não se pode inferir ausência de controle da mera existência de situações de passividade; e que um controle monetário sempre conviverá com alguns mecanismos de passividade. Aliás, o assunto de outro parágrafo citado por Paula (p. 415) é como fazer um "controle monetário realista"; e o parágrafo inicia com a atribuição ao Banco Central, da capacidade de "influenciar tão fortemente como quiser" o mercado de reservas bancárias. Páginas minhas (p. 44-5) das quais ele retira citações defendem a tese *anti-horizontalista* de que "o controle monetário se exerce por meio de intervenções

do Banco Central”, sendo ao mesmo tempo *anti-verticalista* ao acrescentar que tais intervenções ocorrem “em resposta a forças advindas do mercado”; ademais, tais páginas dedicam-se a explicar como se pode exercer tal controle, na prática. Em clara oposição a uma visão *horizontalista*, o objetivo da seção 7 de meu texto (ver p. 26, 41-45) é mostrar que a tese da perda de controle monetário provocada pela *zeragem automática* é falsa.

· *Pouca relevância da passividade da zeragem automática.* Em meu artigo defendi uma posição minoritária entre os economistas brasileiros de diversas escolas (basta ver como Paula, que se coloca em uma perspectiva pós-keynesiana, concorda no ponto essencial com Pastore, que ele caracteriza como monetarista). Talvez eu tenha subestimado esse fato, e falhado em realçar mais meus argumentos. Na tentativa de remediar isso, coloco aqui em outro termos o essencial do principal argumento sobre a *zeragem automática*.

Primeiro, mostro que o argumento dos críticos da *zeragem* (o qual penso ter fortalecido antes de atacá-lo; ver minhas p. 28-29) leva a se concluir que a *zeragem* gera passividade dentro de períodos de um dia ou de alguns dias, mas não de várias semanas ou meses; por conseguinte, gera um grau de passividade pouco relevante para a conduta da política monetária. Meu raciocínio é o seguinte (ver minhas p. 30-32):

- R1. Um banco central está sujeito a fornecer qualquer volume de reservas que os bancos queiram obter em certas operações, independentemente de que tal volume coincida ou não com previsões ou desejos do banco central, **desde que** tais operações se realizem em mercado livre de restrições quantitativas e a taxas ditadas antes que os negócios ocorram.
- R2. As operações de *zeragem automática* são desse tipo, e se realizam a taxas escolhidas livremente pelo banco central e ditadas a cada dia.
- R3. Logo, dentro de qualquer dia específico, depois que um banco central estabelece as taxas para as operações de *zeragem automática*, o volume dessas operações fica sujeito a não coincidir com previsões ou desejos do banco central. Em outros termos, a *zeragem* funciona como um vazamento no controle das reservas, gerando certa passividade na determinação do montante dessas reservas (gerando tanto mais passividade quanto mais esse vazamento pese no conjunto dos demais fluxos de reservas).
- R4. Mas em dias sucessivos um banco central pode, ao seu próprio e único juízo, escolher diferentes taxas de juros para as operações de *zeragem*.
- R5. Por conseguinte, uma vez que ao longo de diversos dias as taxas das operações estão sujeitas ao arbítrio do banco central, não se pode inferir que a *zeragem automática* por si só torne as reservas inteiramente passivas em uma série de muitos dias, ou ao longo de várias semanas ou de meses.

R6. Os proponentes de políticas monetárias de controle de quantidades de agregados monetários recomendam que tais quantidades sejam estabelecidas ano a ano, possivelmente trimestre a trimestre ou, no mais curto intervalo, de mês a mês. Quanto menor o intervalo, menos importantes são os desvios em relação às metas (por exemplo, é extremamente raro o caso em que a taxa de expansão monetária de um mês altere o curso da inflação).

R7. Conclusão: não se pode inferir que a *zeragem* impeça o controle monetário nos intervalos de tempo suficientemente longos que os proponentes de controle de agregados monetários recomendam. Não se mostrou que a passividade decorrente da *zeragem* tenha grande relevância como fonte de descontrole monetário.

· *Compatibilidade da zeragem com controle monetário.* O argumento R1-R7 mostrou que a crítica à *zeragem automática* falha por conter o defeito lógico de *non sequitur*. Meu artigo foi além disso, defendendo a tese mais forte de que a *zeragem* é compatível com o controle monetário. Uma reformulação do argumento (ver minhas p. 44-45) é a seguinte:

S1. O montante de reservas que os bancos desejam obter ao final do dia (nas operações de *zeragem*) depende da diferença entre as taxas a que podem obter fundos da manhã até o pós-meio dia e a taxa da *zeragem*.

S2. Aumentando ou diminuindo essa diferença, um banco central pode desencorajar ou encorajar os bancos a obterem reservas ao final do dia.

S3. Conseqüentemente, ao prejudicar ou favorecer em certas épocas os bancos que recorrem à *zeragem*, um banco central pode injetar maior ou menor volume de reservas por meio da *zeragem*, conforme seja conveniente ao conjunto de suas operações monetárias.

S4. Conclusão: o mecanismo de *zeragem automática* é compatível com o controle monetário.

· *Zeragem como dispositivo ágil, eficaz e atualizado.* O argumento anterior é o mesmo que se pode usar para mostrar que os vazamentos do redesconto por si só não impedem o controle monetário. Não é de admirar, pois a *zeragem* é um mecanismo de provimento de reservas de última instância (isto é, fornece reservas quando os bancos não podem ou não querem mais fornecer). Entretanto, a *zeragem* é mais ágil e eficaz, devido a certas características próprias (RAMALHO, p. 51), como, por exemplo, o fato de ser administrada pela gerência das demais operações de mercado aberto (permitindo maior e mais rápida unidade entre todas as operações). Ademais, a *zeragem* é também uma espécie de operação de rodeio de mercado (*go-*

*around*); logo, é um dispositivo atualizado, por ser uma variante de um dos últimos mecanismos de controle monetário a serem incorporados aos arsenais dos bancos centrais. As operações de rodeio, por sua vez, são uma descendência evolutiva das operações de mercado aberto.

Paula nega essa minha apreciação da *zeragem*, mas não apresenta nenhum argumento para dar apoio a sua negação. Sem dúvida, ele diz que a adoção da *zeragem* foi feita como último recurso da gestão monetária no Brasil à beira da hiperinflação; mas essa afirmação é irrelevante para o ponto em questão. A aferição do valor de um dispositivo se faz com base em suas características e em seu modo de funcionar, não com base na sua origem ou na motivação dos que o originaram. Do mesmo modo, o mérito de um dispositivo é determinado por suas potencialidades de uso, não pelo uso específico que um ou outro usuário encontrou em alguma época particular.

Cabe notar que não se deve confundir a *zeragem* (operações de final de dia, realizada somente com os bancos que não têm mais de quem obter ou a quem emprestar reservas) com o rodeio (intervenções de um banco central durante o dia, quando o mercado de reservas tem a maior parte dos bancos atuando). Esta confusão, feita em muitos artigos de jornais sobre o tema, aparece em um trecho do artigo de Paula (p. 423-424). A confusão só piora a argumentação dos que atribuem a existência da *zeragem* a peculiaridades da crise brasileira, pois o rodeio é um dispositivo adotado há muitos anos em países desenvolvidos.

· *O Banco Central do Brasil manobrava as taxas de juros*. Nesta parte da discussão de Paula (seção 2, especialmente p. 426-430), ele parece discordar de mim, mas na essência o que ocorre é o uso dos termos “fixar” e “controlar” taxas de juros com sentidos diferentes. Infelizmente, o subdesenvolvimento científico da nossa disciplina econômica se manifesta de modo flagrante na flutuação de sentidos com que nós, os economistas, usamos nossos termos técnicos. Tentarei dizer de forma diferente o único ponto que me era importante para a argumentação no meu artigo: durante os meses e anos anteriores a julho de 1994 as taxas de juros reais no mercado de reservas bancárias não eram fixas (constantes) ao longo de meses - de vez em quando o Banco Central do Brasil as elevava ou permitia sua queda.

Por curiosidade, a própria interpretação do Banco Central é de que as taxas eram “administradas” e em função de “metas macroeconômicas”. Parece-me que isso significa taxas manobradas, e não fixas, bem como monobradas conforme uma apreciação da economia. Que julgue o leitor pelo texto original:

"A taxa de juros para financiamentos de curtíssimo prazo, que é a variável operacional controlada pelo Banco Central, foi administrada de modo a assegurar uma remuneração real compatível com as metas macroeconômicas do governo. Verificou-se acentuada queda da taxa real de juros em relação ao ano anterior." (RELATÓRIO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL, v. 30, 1993, p. 33)

A tabela a seguir exhibe uma amostra das taxas de juros reais das operações over/SELIC em alguns meses de 1993. Quem examinar os dados para outros meses e outros anos concluirá o mesmo: as taxas não eram fixas.

*TAXAS DE JUROS REAIS - OVER/SELIC- 1993 (Jan.-set.)*

Deflator	IGP-DI (C)	IPC-FIPE (C)	IPCA (C)
Jan.	0,7	1,8	0,7
Fev.	1,4	3,0	2,2
Mar.	0,3	1,1	0,7
Abr.	0,2	1,2	2,2
Mai.	-0,5	0,8	1,6
Jun.	0,4	0,9	1,2
Jul.	0,0	0,2	0,7
Ago.	-0,5	0,4	0,2
Set.	0,9	1,9	1,8

Nota: os deflatores são índices centrados em final de mês.

Fonte: BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL, v. 29, n. 12, dez. 1993, p. 66.

· *Considerações finais.* Como última evidência de que Paula não entendeu minha argumentação (talvez por minha culpa - cabe ao leitor comparar e julgar), cito o seguinte: (i) Ele pensa (p. 432) que sugeri extinção do redesconto, quando o que eu disse é que tal extinção deveria ser proposta por aqueles que vêem perda de controle monetário onde quer que haja variações de reservas à revelia das metas de um banco central; (ii) A julgar por ele (p. 435), meu artigo diz que a *zeragem automática* é utilizada nos países desenvolvidos. Mas em nenhum momento asseverei isso; apenas ressaltéi funções monetárias comuns da *zeragem*, do redesconto e do rodeio, junto com certa superioridade da primeira. Admitidamente, suspeito que os países desenvolvidos utilizam dispositivos que cumprem papel semelhante à *zeragem*, e são mais semelhantes a ela que o redesconto. Contudo, também não afirméi isso em meu artigo.

---

*REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS*

PAULA, L. F. R. Liquidez e zeragem automática: crítica da crítica. *Estudos Econômicos*, v. 26, n. 3, p. 411-439, set./dez. 1996.

RAMALHO, Valdir. "Zeragem automática" no mercado aberto e controle monetário. *Estudos Econômicos*, v. 25, n. 1, p. 25-52, jan.-abr. 1995.