

S
UFRJ/IE
TD374

NS.99016

UNIVERSIDADE FEDERAL
DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

Liquidez e zeragem automática: crítica da
crítica

nº 374

LUIZ FERNANDO RODRIGUES DE PAULA

Textos para *Discussão*

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA

*Liquidez e zeragem automática: crítica da crítica**

nº 374

*Luiz Fernando Rodrigues de Paula***



43 - 016765

Agosto de 1996

* O presente artigo é parte da pesquisa pelo projeto de Estudos da Moeda e Sistema Financeiro, realizada no Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, que conta com o apoio financeiro do CNPq. O autor agradece aos membros do grupo de pesquisa pelos valiosos comentários e sugestões à primeira versão do texto, isentando-os, como de praxe, por qualquer responsabilidade e eventuais erros e omissões cometidos.

** Professor da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (FCE/UERJ).

Diretor Geral: Prof. Carlos Lessa
Diretor Adj. de Graduação: Prof. René Louis de Carvalho
Diretor Adj. de Pós-graduação: Prof. Carlos A. de Medeiros
Diretor Adj. de Pesquisa: Prof. José E. Cassiolato
Diretor Adj. Administrativo: Prof. Adilson de Oliveira
Coordenador de Publicações: Prof. David Kupfer
Projeto gráfico: Ana Lucia Ribeiro
Editoração: Jorge Amaro
Ana Lucia Ribeiro

Revisão: Paula Lobo Brito
Secretária: Joseane de O. Cunha
Impressão: Paulo Wilson de Novais

Olávio da Silva Inácio
Data: 24/1/1996

N.º Registro: 044656-4

Ficha catalográfica

PAULA, Luiz Fernando Rodrigues de

Liquidez e zeragem automática: crítica da crítica. / Luiz Fernando Rodrigues de Paula. -- Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1996.

30 p.: 21 cm. -- (Texto para Discussão. IE/UFRJ, nº 374)

1. Brasil - política monetária. 2. Banco Central. 3. Sistema Financeiro. I. Título. II. série.

SUMÁRIO

RESUMO	5
ABSTRACT	6
1. Introdução	7
2. Zeragem automática e oferta de moeda: exogenismo X endogenismo	9
3. Zeragem automática, taxa de juros e instrumentos tradicionais de política monetária	17
4. Conclusão	24
Notas	25
Referências bibliográficas	28

O Programa Editorial do IE/UFRJ (sucessor dos Programas Editoriais do IEI e da FEA/UFRJ), através das séries "TEXTOS PARA DISCUSSÃO", "TEXTOS DIDÁTICOS" e "DOCUMENTOS", publica artigos, ensaios, material de apoio aos cursos de graduação e pós-graduação e resultados de pesquisas produzidos por seu corpo docente.

Essas publicações, assim como mais informações, encontram-se disponíveis na livraria do Instituto de Economia, Av. Pasteur, 250 sala 4 (1º andar) - Praia Vermelha - CEP: 22290-240/C.P. 56028 - Telefone: 295-1447, ramal 224; Fax 541-8148, A/c Sra. Joseane de O. Cunha.

RESUMO

Este artigo retoma o debate sobre a zeragem automática e o controle monetário no Brasil, iniciado com o artigo de Pastore, "A reforma monetária do Plano Collor". Para tanto, realiza uma crítica à crítica de Valdir Ramalho às posições de Pastore, em seu artigo "Zeragem automática de mercado e controle monetário", em dois aspectos: a abordagem endogenista implícita na análise de Ramalho; e os equívocos derivados de confundir o mecanismo de zeragem automática com as operações normais de política monetária em condições de baixa inflação. O artigo conclui defendendo a posição de que tal mecanismo não foi nem uma anomalia institucional (posição de Pastore) nem é um instrumento moderno de atuação dos Bancos Centrais (posição de Ramalho), mas a única forma de operar a política monetária em um quadro de alta inflação e forte instabilidade macroeconômica.

PALAVRAS-CHAVES

política monetária, operações de mercado aberto, reservas bancárias, procedimentos operacionais

ABSTRACT

This article proceeds the debate on "zeragem automática" (a sort of automatic clearing with government securities) and the monetary control in Brazil introduced by Pastore's article "Plano Collor's monetary reform". Furthermore, it criticises Valdir Ramalho's critique (in his article "Zeragem automática and monetary control") on Pastore's analysis in two aspects: the endogenous approach implicit in Ramalho's analysis; and the mistakes derived from the misunderstanding by mixing "zeragem automática" mechanism with normal operations of monetary policy in low inflation context. The article concludes that this mechanism was not an institutional deformation (Pastore's point of view) neither a modern instrument of the central banks intervention (Ramalho's point of view), but the only way to operate the monetary policy in Brazil in high inflation and macroeconomic instability context.

KEY WORDS

monetary policy, open market operations, bank reserves, operating procedures

1. INTRODUÇÃO

Em artigo recente- intitulado "Zeragem automática no mercado aberto e controle monetário" - Valdir Ramalho (1995) critica o conhecido artigo de Affonso Celso Pastore, "A reforma monetária do Plano Collor", dando continuidade ao debate sobre a relação entre o mecanismo de zeragem automática de mercado e o controle da liquidez no Brasil.

Pastore, neste artigo, defende a tese de que a existência do mecanismo da zeragem automática no Brasil tornava passiva a base monetária, impedindo que o Banco Central a controlasse de forma efetiva e, além disso, ao conferir liquidez às aplicações financeiras de curtíssimo prazo (*overnight*), viabilizava a existência da moeda indexada. Ao criticar a importância atribuída à liquidez excessiva dos haveres financeiros sobre a aceleração inflacionária ao final do governo Sarney, Pastore argumenta que os efeitos inflacionários dos depósitos de *overnight* seriam decorrentes da política frouxa do Banco Central do Brasil (BACEN) ao permitir sua conversão automática e sem risco em M1. Tal conversão seria viabilizada pela existência de compromissos de recompra do BACEN, e não pelo fato da liquidez ser de um dia. Através da zeragem automática - mecanismo pelo qual o BACEN assegurava ao sistema financeiro o suprimento de reservas ao final do dia - as autoridades monetárias garantiam a conversão automática da moeda indexada em moeda com poder liberatório, reduzindo a zero o preço de sua liquidez. Portanto, "a moeda indexada, no Brasil, somente adquire poder liberatório na medida em que o Banco Central, através do mecanismo da *zeragem automática*, permite a conversão dos *overnights* para M1" (PASTORE, 1990, p. 164).

O artigo de Pastore foi inicialmente criticado por CARVALHO (1993), que defende a tese do "risco de fuga de ativos financeiros", que relaciona o fracasso dos choques antiinflacionários no período 1986/89 à liquidez dos haveres financeiros, uma vez que o enorme estoque de haveres com liquidez imediata ou quase total poderia pressionar fortemente os mercados de bens reais e de risco, inviabilizando a estabilização pretendida¹. Carvalho em sua crítica a Pastore procura mostrar que: (a) a conversão da moeda indexada em M1 por iniciativa de seus titulares poderia ocorrer sem que o Banco Central pudesse impedi-la formalmente; (b) os saques por parte dos aplicadores de recursos do *overnight* não levariam à redução do total nominal de recursos à disposição das instituições financeiras para financiar suas posições de títulos públicos, na medida em que o dinheiro sacado do *over* retornaria ao sistema bancário, seja na forma de depósitos à vista seja na forma de depósitos de *overnight* por parte dos vendedores dos bens reais ou ativos de risco.

No artigo acima mencionado, Valdir Ramalho critica de forma detalhada e aparentemente definitiva os argumentos de Pastore, que como vimos entende que a existência do mecanismo da zeragem automática tornava o BACEN incapaz de manter a base monetária sob controle. Além disso, procura mostrar as virtudes deste mecanismo, que assumiria, no seu entendimento, uma imagem distinta ao que tem sido veiculada por vários economistas: "em vez de uma anomalia institucional, mero resultado da inflação aguda no Brasil dos anos 80, *ela parece ser uma variante atualizada, efetiva e ágil de um instrumento tradicional de atuação dos Bancos Centrais*" (RAMALHO, 1995, p. 26, grifos meus)².

Ramalho centra suas objeções em três aspectos da argumentação desenvolvida por Pastore: (a) que a expansão monetária é inteiramente passiva no Brasil, uma vez que para Pastore a zeragem automática levaria a um aumento da base monetária sem que o BACEN pudesse impedi-lo; (b) que a zeragem dava poder liberatório à moeda indexada e gerava

expansão de meios de pagamento; e, (c) que tal mecanismo permitia ao sistema financeiro efetuar resgates nas aplicações de um dia sem risco de perda para o aplicador. Suas críticas ao artigo de Pastore e sua visão sobre o funcionamento e implicações do dispositivo da zeragem automática, como será mostrado a seguir, acabam por se revelar frágeis, seja porque Ramalho iguala a operação deste mecanismo às operações normais de política monetária, seja porque, no afã de criticar o monetarismo assumido de Pastore, contrapõe a este uma visão endogenista sobre o comportamento da oferta de moeda e as relações entre o Banco Central e o sistema financeiro.

O presente texto retoma o debate sobre a zeragem automática e o controle monetário no Brasil, iniciado com o artigo de Pastore. Para tanto, realiza uma crítica à crítica de Valdir Ramalho às posições de Pastore, discutindo os dois aspectos acima levantados: a seção 2 critica a visão "horizontalista" implícita na análise do autor, contrapondo-a à uma abordagem pós-keynesiana; a seção 3, os equívocos derivados de confundir o mecanismo da zeragem automática, que foi uma prática típica de uma circunstância excepcional de alta inflação e de elevada fragilidade financeira do Estado no Brasil, com instrumentos que compõem a operação normal da política monetária em condições de baixa inflação. Na seção 4 - a título de conclusão - são feitos alguns breves comentários finais ao texto.

2. ZERAGEM AUTOMÁTICA E OFERTA DE MOEDA: EXOGENISMO X ENDOGENISMO

RAMALHO (1995) critica o argumento de Pastore de que a passividade da oferta de moeda seria decorrente da existência do mecanismo da zeragem automática, pois este daria poder liberatório à moeda indexada, e,

consequentemente, somente a extinção deste dispositivo permitiria ao BACEN voltar a controlar a base monetária e M1. Para tanto, trabalha com o concepção de que a oferta de moeda é quase que completamente endógena, em contraposição à visão predominante nos livros-textos (e também no artigo de Pastore) onde a base é apresentada como exógena: “‘a moeda é endógena’, mas alguns profissionais preocupados com a ‘zeragem automática’ talvez andem à busca do paraíso perdido e ilusório da moeda ‘exógena’” (p. 31). Mais adiante, Ramalho acrescenta:

É evidente que, em princípio, o Banco Central pode influenciar tão fortemente como quiser as taxas de juros das trocas de reservas entre bancos e o custo de financiamento das carteiras de títulos públicos. Em consequência, pode induzir o sistema financeiro (e, mais remotamente o público) a produzir alterações das reservas bancárias na direção por ele desejada. Note-se a diferença entre a realidade e o que os leigos imaginam que seja adquirir a capacidade de controlar a moeda. A imagem de ‘moeda exógena’ é de que de algum modo se eliminariam as variações da base à revelia do Banco Central. Mas tudo indica que esta imagem é impossível de realizar, a menos que se consiga extinguir o livre arbítrio do público. Pelo contrário, *o controle monetário realista requer que, na maior parte do tempo, o Banco Central atue a reboque do comportamento do público e das instituições financeiras* (p. 44-5, grifos meus).

Ramalho está preocupado em criticar a visão monetarista “exogenista”, segundo a qual a oferta de moeda é determinada exogenamente pelo Banco Central, e, portanto, considerada independente dos determinantes da quantidade de moeda demandada³. O Banco Central, ao fixar o nível de reservas compulsórias e operando através das operações de mercado aberto, pode exercer um efetivo controle sobre o processo de criação do crédito e da moeda na economia, já que as preferências do público e as estratégias bancárias são consideradas estáveis. No enfoque

monetarista, o Banco Central tem forte poder de influência sobre o processo de criação de moeda pelo sistema bancário, que se desenvolve via multiplicador bancário, controlando direta ou indiretamente as reservas bancárias pelos instrumentos convencionais de política monetária. Neste caso, o comportamento da taxa de juros varia como resultado das decisões das autoridades monetárias acerca das metas sobre agregados monetários⁴, ou seja, enquanto estes são a variável-alvo, as taxas de juros funcionam como variável de ajuste. Tal visão é tida, também, como “verticalista”, uma vez que a curva de oferta de moeda torna-se uma vertical, interceptando o eixo da oferta de moeda (horizontal) ao nível estabelecido pela autoridade monetária⁵.

A crítica de Ramalho ao exogenismo monetarista está, de certa forma, presa a um certo dualismo maniqueísta “endogenismo versus exogenismo”, como se não houvesse outras visões alternativas acerca do funcionamento e operação da política monetária. Ao dizer que o “Banco Central atua a reboque do comportamento do público e das instituições financeiras”, e, ainda, que “a despeito de não existir a ‘zeragem automática’, o Banco Central terá que garantir a disponibilidade de reservas (...); do contrário, alguns bancos sofrerão crise de liquidez ou quebrarão” (p. 44), o autor parece comungar, ainda que de forma não explícita, com uma visão teórica próxima ao horizontalismo à *la Basil Moore*.

Na abordagem “horizontalista”⁶, em oposição à visão monetarista, a curva de oferta de moeda é horizontal no espaço juros/moeda, o que implica que, uma vez fixada a taxa de juros, as autoridades monetárias são obrigadas a ofertar qualquer quantidade de moeda que o sistema bancário desejar. A oferta de moeda, numa economia de crédito, é endógena, variando em resposta direta às variações na demanda por moeda do público⁷. Assim, somente a demanda do público, condicionada pelo ritmo da atividade econômica e pelo nível das taxas de juros, pode limitar a expansão do crédito na economia e, consequentemente, a criação de

moeda bancária. A atuação do Banco Central, nesta perspectiva, é tida como acomodatória e, por conseguinte, a endogeneidade da moeda é completa: os bancos comerciais, ao atenderem à demanda por crédito dos agentes, criam depósitos, restando ao Banco Central prover os recursos necessários para ajustar a posição de reservas dos bancos que concedem crédito. O Banco Central acomoda as necessidades de reservas dos bancos devido a sua função de prestador de última instância, sob a pena de ameaçar a liquidez e solvência do sistema. Neste enfoque, a taxa de juros é exógena, ou seja, as mudanças nesta variável são independentes das flutuações na demanda por moeda. Uma vez fixada pelo Banco Central, este deve suprir as demandas que surgirem sem alterar a taxa, pois, do contrário, a curva de oferta de moeda seria positivamente inclinada. Isto significa que as autoridades monetárias abrem mão de mudanças nas taxas de juros. Neste sentido, pode-se dizer que a política monetária inexistente neste modelo: o Banco Central é uma "caixa preta" que, sem poder discricionário, dá ao sistema a liquidez necessária.

Tal abordagem tem recebido críticas⁸, seja porque as estratégias bancárias podem resultar na adoção de ações discricionárias no que tange ao crédito⁹, seja porque o Banco Central pode se recusar a suprir reservas aos bancos a uma dada taxa de juros (não sancionando automaticamente as reservas adicionais demandadas pelos bancos junto ao Banco Central), ou fazê-lo em condições punitivas que desestimule os bancos a concederem novos empréstimos. Ademais, o papel de prestador de última instância do Banco Central no modelo horizontalista seria exagerado, no sentido de supor que qualquer aperto de liquidez dos bancos possa resultar numa ameaça à estabilidade do sistema.

Uma visão alternativa às posições verticalista e horizontalista é a abordagem "pós-keynesiana"¹⁰, que considera que as autoridades monetárias não têm um controle absoluto sobre a quantidade de moeda disponível, como

sugerida pela abordagem verticalista, na medida em que a concretização dos objetivos almejados pelas autoridades depende da reação dos bancos e suas estratégias. Todavia, não considera, tal como estabelece a visão horizontalista, que a oferta de moeda seja totalmente endógena: o processo de criação de moeda bancária depende, em boa medida, do comportamento do Banco Central como prestador de última instância, que pode ou não sancionar a "moeda privada". Portanto, o Banco Central é capaz de administrar a liquidez da economia - dentro de certas condições dado que opera através dos bancos comerciais - sobretudo por intermédio da política de juros, sendo que a taxa de juros é determinada conjuntamente pelas forças de mercado (preferência pela liquidez dos agentes) e pela ação das autoridades monetárias. Neste sentido, a demanda por moeda pode ser influenciada pelas autoridades monetárias, através da política de juros, induzindo a modificações no portfólio dos agentes e afetando por esta via suas decisões de gasto.

Dado que para Ramalho a moeda é essencialmente endógena, daí pode-se concluir que para ele, em princípio, *a existência ou não da zeragem automática não faz diferença significativa no que tange ao controle da liquidez*: "todo acréscimo ou redução da base ocorre por iniciativa autônoma e espontânea do emissor de base. Ora, de fato, as recompras dos títulos pelo Banco Central em operações de 'zeragem automática' são feitas por iniciativa do sistema financeiro, e elas resultam em aumentos da base, quer o Banco Central os deseje ou não; assim, não admira que aqueles economistas aceitem acriticamente a tese de que, devido ao dispositivo de 'zeragem automática', o Banco Central perdeu o controle monetário" (p. 41). E, ainda, "em um sistema financeiro moderno como o que conhecemos, a base monetária é necessariamente dependente de iniciativas do público e dos intermediários financeiros, *na ausência ou não da 'zeragem automática'*, sem que isso leve a inteira passividade da política monetária" (p. 43, grifos meus).

RAMALHO (1995, p. 38-41) argumenta, ainda, - ao criticar a tese de Pastore de que o mecanismo de zeragem automática é necessário para que o sistema financeiro possa permitir resgates de aplicações por um dia sem risco de perda para o aplicador - que as aplicações de um dia podem existir *mesmo na ausência da zeragem*, com os bancos adotando, para tanto, a mesma técnica de administração de depósitos à vista, através da estimativa da variabilidade diária dos fluxos de depósitos e retiradas. As instituições bancárias, mantendo um nível adequado de reservas (ou recorrendo a empréstimos junto ao Banco Central), poderiam viabilizar resgates líquidos de aplicações de um dia para a economia como um todo.

É verdade que, como mostra a experiência de outros países, pode haver aplicação financeira de um dia sem a existência do dispositivo da zeragem, por exemplo, através de operações bancárias casadas ativo/passivo, mas é indubitável que a existência deste mecanismo permite aos bancos avançarem em muito suas posições, tendo como lastro títulos públicos de liquidez imediata. Na alta inflação, a manutenção de um "nível adequado de reservas" é muito improvável, senão inviável, tendo em vista que o custo de manter recursos sob a forma de encaixe monetário é elevadíssimo, devido ao efeito corrosivo do imposto inflacionário¹¹. Por isso, as reservas primárias dos bancos tendem a se manter a um nível mínimo. Dada a retração das reservas voluntárias - fonte primária para acomodação das flutuações de liquidez dos bancos - o ajuste de liquidez passa a ocorrer ao nível de suas reservas secundárias (títulos e haveres com elevada liquidez), com toda a pressão recaindo sobre o BACEN, a quem as instituições bancárias passam a "exigir" liquidez aos títulos públicos de sua carteira. Nestas condições, o ajuste de reservas entre o BACEN e o sistema financeiro tem como peça-básica o mecanismo da zeragem automática. Como é bem destacado por AGOSTINHO DA SILVA (1993), a zeragem automática diz respeito a intervenções diárias do BACEN no mercado para ajustar a liquidez global

do sistema financeiro e não apenas no atendimento episódico de algumas instituições deficitárias ao final do dia.

É indubitável, também, que a zeragem automática aumentava sobremaneira o grau de passividade da base monetária, pois ao garantir liquidez automática e barata às instituições bancárias, tornava a oferta de moeda quase que completamente endógena, subordinando o movimento das reservas bancárias à demanda por moeda dos agentes, que passava assim a ser sancionada plenamente pelo BACEN. *A zeragem automática foi um recurso de última instância, em um quadro de elevada fragilidade financeira do Estado¹² e de alta inflação, de gestão monetária no Brasil*. Esta procurava, através do desenvolvimento da moeda indexada e da manutenção de taxas de juros elevadas, evitar a fuga de aplicações financeiras para ativos reais ou de risco e a substituição da moeda corrente legal pela moeda estrangeira forte, impedindo o desencadeamento de surtos especulativos que poderiam desembocar num processo hiperinflacionário¹³.

Nestas circunstâncias de excepcionalidade, o comportamento da oferta de moeda tornou-se algo próximo a uma posição horizontal no espaço juros/moeda, em que, a uma dada taxa de juros, as autoridades monetárias brasileiras se viam obrigadas a ofertar a quantidade de moeda que o público demandasse. A atuação do BACEN, tal como no modelo horizontalista, era acomodatória, já que atendia plenamente as demandas por reservas por parte do sistema bancário, e a endogeneidade da moeda era quase que completa. A ação do BACEN, como será vista na seção seguinte, tinha como objetivo o controle da taxa de juros; contudo, sua política de juros não era capaz de afetar a estrutura relativa de taxas de juros em função das reduzidas maturidades e alta liquidez dos ativos financeiros, em decorrência da concentração das aplicações no curtíssimo prazo.

A eliminação do mecanismo da zeragem automática

provavelmente inviabilizaria a oferta generalizada de substitutos à moeda doméstica (moeda indexada) por parte do sistema bancário, abrindo caminho para a fuga de ativos financeiros. Ademais, traria riscos inaceitáveis aos bancos, ocasionando uma forte redução na carteira de títulos públicos dessas instituições, o que acabaria destruindo a moeda indexada. Como observa MENDONÇA DE BARROS (1993, p. 22-3):

A negação da "zeragem automática" será a própria negação do sistema de equilíbrio para o qual convergiu o sistema monetário brasileiro ao longo da década de 80 (...) Sem a "zeragem automática" haveria uma redução brutal da carteira de LFT das instituições financeiras pela elevação do risco associado às operações de Over.

O fim deste mecanismo só seria possível no contexto de um processo de estabilização de preços, que, ao recompor a confiança dos agentes na moeda nacional, induzisse um movimento de remonetização da economia¹⁴. Esta, por sua vez, levaria a uma recomposição na demanda por moeda e nas reservas primárias dos bancos, diminuindo a pressão de ajuste da liquidez do sistema financeiro sobre o BACEN e abrindo, assim, espaço para um novo *modus operandi* no *open market*. Deste forma, a extinção da zeragem automática é pré-condição para uma política monetária mais ativa, não no sentido monetarista de metas sobre agregados monetários e de restabelecer a autonomia plena do Banco Central no controle da oferta de moeda, mas de permitir que este, através das operações de mercado aberto, seja capaz de efetuar um gerenciamento diário das reservas bancárias e, assim, administrar a taxa de juros básica de curto prazo da economia. Com isso, poderá induzir modificações no portfólio dos agentes de modo a atingir objetivos macroeconômicos pré-determinados.

3. ZERAGEM AUTOMÁTICA, TAXA DE JUROS E INSTRUMENTOS TRADICIONAIS DE POLÍTICA MONETÁRIA

O segundo ponto central de minha crítica ao artigo de Valdir Ramalho está relacionado aos equívocos derivados de confundir o mecanismo da zeragem automática, que foi uma prática típica de uma circunstância excepcional de alta inflação e de elevada fragilidade financeira do Estado, com operações normais e corriqueiras do Banco Central na gestão da política monetária em condições de baixa inflação. Para Ramalho, "a inter-relação entre o Banco Central e o sistema financeiro por intermédio do dispositivo de 'zeragem automática' é a mesma que ocorre em geral entre aquele banco e o sistema bancário na ausência do dispositivo", e, portanto, "os partidários da extinção da 'zeragem automática' têm atribuído a este mecanismo um fenômeno que de fato é mais geral e existe de qualquer maneira" (p. 43). E conclui: "a sugerida eliminação do mecanismo não é uma maneira de diminuir o fornecimento de reservas pelo Banco Central ao sistema financeiro; é apenas uma escolha de qual forma não será utilizada para tal fornecimento" (p. 44).

Dois aspectos da análise de Ramalho parecem-me ser ilustrativos de seu entendimento acerca do funcionamento e das implicações do mecanismo da zeragem automática para a política monetária: a fixação da taxa de juros nas operações de mercado aberto e a suposta superioridade da zeragem automática sobre o redesconto.

Quanto ao primeiro, Ramalho critica os economistas que interpretam a política de mercado aberto do Banco Central brasileiro, a partir dos anos 80, como visando a fixar uma taxa de juros real:

É curioso que nenhum desses profissionais se aventure a dizer em que cifra o Banco Central fixa aquela taxa. O fato é que, ao longo de semanas e meses, o banco não procura meramente mantê-la fixa, mas manobrá-la: eleva, baixa ou

preserva uma determinada cifra conforme sua apreciação do estado da economia. E, ao empregar uma taxa de juros de curto prazo como procedimento operacional no dia a dia, ao contrário do que alguns dizem, faz o mesmo que outros Bancos Centrais vêm fazendo nos anos 80 para cá. (...) (p. 31).

A passagem acima sugere, em primeiro lugar, que o BACEN, a partir dos anos 80, não procurava fixar taxa de juros, mas manobrá-la como se procede normalmente em outros países; em segundo lugar, que tal procedimento, além de ser corriqueiro a qualquer outro Banco Central, ocorre com ou sem zeragem automática. Esta visão sobre a determinação da taxa de juros no Brasil é equivocada, sendo decorrente de um entendimento incorreto acerca do funcionamento da zeragem automática e, mais especificamente, da determinação da taxa de juros na presença deste mecanismo num contexto de instabilidade inflacionária.

A atuação do Banco Central do Brasil, através do mecanismo da zeragem automática, tinha como objetivo *controlar* a taxa de juros, deixando as reservas bancárias como variável de ajuste. Isto era possível porque o BACEN efetuava o ajuste diário das reservas do sistema bancário zerando as posições credoras e devedoras de títulos públicos dos bancos, ou seja, recomprava títulos públicos quando o sistema não tinha recursos suficientes para atender os seus requerimentos de reservas (neste caso, diz-se que o Banco Central está *oversold*) e vendia títulos com acordos de recompra quando os bancos estivessem com excesso de liquidez (o Banco Central está *undersold*)¹⁵. Com a existência da zeragem automática, as instituições financeiras que não lograssem financiar suas carteiras de títulos públicos no mercado podiam revendê-los, de forma parcial ou integral, ao BACEN, o que era feito com grande automaticidade, desaparecendo assim qualquer risco no carregamento desses títulos.

Na prática, o BACEN atuava na maioria das vezes *oversold*, situação em que, como foi destacado, o nível de títulos em mercado é maior do que os recursos disponíveis para financiar as posições diariamente. Os bancos aceitavam esta política por terem acesso ao financiamento automático junto ao BACEN. Como este acomodava plenamente a demanda por recursos monetários por parte dos bancos, a gestão monetária acabava por subordinar-se às necessidades de reservas do conjunto do sistema bancário. Para o BACEN, como as instituições demandantes (ou ofertantes) ajustavam suas posições através de operações de um dia (*overnight*), a vantagem era poder definir a taxa de juros de curto prazo que desejava praticar em determinado momento. Esta era estabelecida unilateralmente pelo BACEN através da administração diária de reservas, não guardando qualquer relação com a conjugação das forças de oferta e demanda no mercado monetário.

O BACEN administrava suas metas de taxa de juros de curto prazo de modo que o comportamento desta variável seguisse o tanto quanto possível os movimentos da inflação - mantendo os juros reais relativamente constantes e previsíveis no *overnight* - através de um regime de indexação dos títulos públicos que era essencialmente *forward-looking*¹⁶. As taxas de juros do *overnight*, formadas logo de manhã na mesa de operações do BACEN, deveriam cobrir a inflação estimada mais um juro real, que era por ele arbitrado, independentemente do nível de liquidez do mercado. As autoridades monetárias procuravam, assim, manter a taxa real de juros num patamar que não onerasse demasiadamente os custos de rolagem da dívida pública, nem provocasse uma elevação na inflação, mas que fosse suficientemente alta para evitar uma fuga desordenada de ativos financeiros para ativos reais e de risco.

O comportamento do BACEN justificava-se, por um lado, pelo fato de que a baixa magnitude da base monetária no Brasil num contexto de alta inflação tornava as taxas de

juros muito voláteis, devido às grandes oscilações nas reservas bancárias decorrentes de fluxos monetários ocasionados por fatores sazonais, acidentais ou de comportamento dos agentes (como, por exemplo, os dias de recolhimento de impostos); por outro lado, considerando que a taxa de juros do mercado aberto tornou-se a principal variável balizadora das expectativas inflacionárias dos agentes, influenciando inclusive a formação de preços das empresas não-financeiras¹⁷. Neste contexto, flutuações nos movimentos das taxas de juros induzidas por fluxos que afetam a base monetária poderiam ter um efeito desestabilizador sobre a inflação esperada. Isto forçava o BACEN a intervir muito frequentemente no mercado, através de atuações diárias informais (*go-arounds*), de modo a garantir a estabilidade das taxas de juros do *overnight* em um nível desejado, evitando oscilações significativas nos juros nominais que pudessem estimular movimentos especulativos (Cf. CARNEIRO & GARCIA, 1994). Em outras palavras, nestas circunstâncias, não havia alternativa ao BACEN a não ser procurar estabilizar as taxas de juros, ainda que ao custo de uma forte imobilização na política monetária¹⁸.

Note-se que as operações de mercado aberto nas condições especiais acima descritas é bem diferente da forma como opera em outros países, sem ajustes residuais automáticos ao final do dia. É verdade, como mostra KASMAN (1992), que os Bancos Centrais de vários países industrializados têm desenvolvido mecanismos que fornecem uma oferta mais elástica de reservas ao final do dia, de modo a restringir as flutuações intra-diárias das taxas de juros do *overnight*, que aumentaram devido à diminuição nos requerimentos de reservas dos bancos. Todavia, a diferença entre a zeragem automática e tais mecanismos, é que no primeiro o acesso a recursos junto ao Banco Central é automático, enquanto no segundo não, e é isto que tornava a base monetária plenamente endógena no Brasil. Ademais, as metas de taxa de juros no Brasil requeriam um papel ativo muito maior por parte do Banco Central do que em outros

países, na medida em que a baixa magnitude da base monetária tornava as taxas de juros muito voláteis.

No caso de vários países industrializados¹⁹, o Banco Central é capaz de influenciar a taxa de juros de curto prazo, através do gerenciamento diário das reservas, aí sim "manobrando-a de acordo com sua apreciação do estado geral da economia" e conforme os objetivos mais amplos de política macroeconômica, e não preso à "armadilha da moeda indexada". Deste modo, as autoridades monetárias podem intervir de forma mais ativa na dinâmica monetária, afetando a estrutura de taxa de juros da economia. A taxa de juros do *overnight* é a variável-operacional da política monetária, expressando, por um lado, a preferência pela liquidez dos agentes, e, de outro, a atuação do Banco Central no mercado aberto, principalmente através de *go-arounds* com títulos públicos²⁰. Mas, diferentemente da recente experiência brasileira, os Bancos Centrais não controlam a taxa de juros rigidamente, deixando-a ser determinada em boa medida pelas condições de liquidez do mercado monetário, intervindo somente para limitar as flutuações de curto prazo e evitar grandes oscilações diárias nesta variável, de modo a reduzir a incerteza quanto às intenções da política monetária. Portanto, a variabilidade da taxa de juros é muito maior do que nas condições acima analisada e o Banco Central não tem a obrigação de fixar um nível de taxa de juros diariamente²¹.

Quanto ao segundo aspecto - a suposta superioridade do mecanismo da zeragem automática sobre as operações de redesconto - serei mais sucinto. Segundo Ramalho, o fim da zeragem automática pode forçar o Banco Central a utilizar mais intensamente os *go-arounds*, sendo que "o mesmo volume de liquidez que a 'zeragem' proporcionava será fornecida aos bancos como um todo, embora agora de uma forma mais sujeita a erros de avaliação" (p. 50). As vantagens da zeragem automática decorreriam do fato de que este mecanismo fornece ao Banco Central, num ambiente de considerável incerteza de um dia ou semana, informações

valiosas sobre o real estado do mercado financeiro, na medida em que as operações de zeragem refletem decisões espontâneas do sistema, permitindo assim que o Banco Central possa estar permanentemente checando as condições de liquidez do mercado. O redesconto, ao contrário, não cumpriria a contento essa função, "não só porque é mais formal, mas sobretudo porque (...) carrega o estigma de que seu uso por um banco deve ser ocasional e representa admissão de dificuldades graves" (p. 51).

Ramalho sugere, então, que o redesconto seja extinto, "pois este apresenta a mesma característica da 'zeragem automática' de ser um 'vazamento' no controle monetário - os bancos têm a iniciativa de pedir empréstimos e de resgatá-los antecipadamente ou não" (p.50). Ademais, o mecanismo da zeragem automática revelaria-se como um substituto ágil e eficaz do redesconto, pois além de fornecer informações mais imediatas e completas para o gerenciamento do mercado aberto, permitiria não só a colocação imediata de fundos no mercado, como também a sua retirada.

Ora, tal análise revela uma grande confusão no entendimento sobre o funcionamento dos instrumentos de política monetária, em particular nas condições de instabilidade macroeconômica como o Brasil tem vivido nas últimas décadas. Em primeiro lugar, o redesconto de liquidez não pode ser colocado como tendo a mesma característica da zeragem automática, pois o acesso a recursos junto ao Banco Central via redesconto, além de ter em vários países um caráter punitivo, não tem a generalidade e automaticidade que a zeragem proporciona. Considerando que os bancos podem recorrer ao mercado interbancário para atender suas necessidades momentâneas de caixa a curtíssimo prazo, o recurso ao redesconto oficial é tido como um expediente último e extremado, e, por isso, o seu acesso é de alguma forma restrito e/ou oneroso, seja por alguma forma de controle administrativo, seja pela taxa cobrada²². Em segundo lugar,

tratam-se de dois instrumentos de natureza distinta, pois enquanto a zeragem automática é um mecanismo acoplado às operações de mercado aberto e, portanto, relacionado ao gerenciamento diário de reservas bancárias, o redesconto é utilizado para atender a escassez de liquidez inesperada ou temporária ao final do dia ou para fornecer assistência aos bancos no caso de crise de liquidez²³. Ou seja, o redesconto é um instrumento por excelência em que o Banco Central atua como prestador de última instância do sistema financeiro; já o *open market* é um instrumento de sintonia fina da liquidez. Em terceiro lugar, a afirmação de que "o mecanismo da zeragem automática revela-se um substituto ágil e eficaz do redesconto", atribuída inclusive a outros economistas, só tem validade em um contexto de alta inflação, quando, como já destacamos, as reservas voluntárias convencionais (i.e., não-remuneradas) do sistema bancário se reduzem a um nível mínimo necessário para o cumprimento das exigibilidades compulsórias legais. Deste modo, o ajuste de liquidez dos bancos passa a ocorrer ao nível de suas reservas secundárias, que, com a existência do dispositivo da zeragem, funcionam como reservas bancárias remuneradas. Logo, a existência de um canal de acesso automático e barato a recursos junto ao Banco Central faz com que as operações de redesconto de liquidez percam sua importância como instrumento de política monetária.

Em um quadro de relativa estabilidade de preços, com o virtual fim do imposto inflacionário, o processo de remonetização faz com que as instituições bancárias aumentem suas reservas primárias (disponibilidades). A pressão de ajuste de liquidez dos bancos, que antes recaía sobre o Banco Central, passa a se dar fundamentalmente no mercado interbancário, que pode assim se tornar efetivamente no locus principal de administração de recursos das instituições deficitárias. O fim da zeragem automática, que neste contexto perde o sentido de existir, possibilita ao governo separar funcionalmente as *operações de mercado aberto* - que voltam a ser usadas basicamente como instrumento de

gerenciamento diário de reserva e não mais como a praticamente única forma de acesso a recursos monetários junto ao Banco Central por parte dos bancos - das *operações de redesconto de liquidez*, o que pode permitir neste caso que o Banco Central retome de forma mais clara e eficaz sua função de prestador de última instância do sistema financeiro.

4. CONCLUSÃO

O debate sobre a zeragem automática e o controle monetário no Brasil tem se radicalizado entre aqueles para quem o mecanismo da zeragem é uma anomalia que deve ser extinta a todo custo, pois é ele que ao permitir a conversão da moeda indexada em moeda com poder liberatório torna a moeda endógena e a política monetária passiva e, no outro extremo, aqueles para quem a zeragem é um instrumento moderno e ágil de atuação dos Bancos Centrais, sendo inclusive um substituto eficaz do redesconto. Por detrás deste debate, como procurou-se mostrar neste artigo, estão visões teóricas distintas, entre um exogenismo "verticalista" e um endogenismo "horizontalista".

Um entendimento correto da operação do mecanismo da zeragem automática e suas implicações para a política monetária requer, por um lado, a adoção de um instrumental teórico que não esteja preso ao dualismo "verticalismo versus horizontalismo", e, de outro, a percepção de que tal mecanismo não foi nem uma anomalia institucional no Brasil (posição de Pastore) nem é um instrumento moderno de atuação dos Bancos Centrais (posição de Ramalho), mas a única forma de operar a política monetária em um quadro de alta inflação e forte instabilidade macroeconômica como o que o Brasil viveu nos últimos anos. Neste contexto, o desenvolvimento de inovações financeiras públicas - como a zeragem

automática - teve uma certa funcionalidade: permitiu que o governo efetuasse a rolagem diária de sua dívida junto ao sistema financeiro, atendendo assim as necessidades de refinanciamento da dívida pública de curto prazo; e, ao mesmo tempo, evitou a fuga dos ativos financeiros domésticos e a substituição da moeda corrente por moeda estrangeira, ainda que ao custo de uma forte imobilização na política monetária.

NOTAS

1 Segundo CARVALHO (1993, p. 35-6), o sentido correto da utilização do termo "fuga" é o de "aumento do volume de transações e da velocidade de circulação dos haveres financeiros (ou da moeda indexada, mais rigorosamente), mas sem que tais haveres (ou moeda indexada) estejam 'saindo' do sistema".

2 As citações do artigo de RAMALHO (1995), que se repetirão várias vezes ao longo do texto, serão acompanhadas, doravante, apenas do número da página referida no artigo.

3 Para um aprofundamento da abordagem monetarista, ver, entre outros, FRIEDMAN (1970).

4 Monetaristas, diz PASTORE (1990, p. 171), "têm defendido o ponto de vista que os governos sigam regras simples e fixas, sem operar as políticas monetária e fiscal, considerando as informações provenientes da economia para realimentar a manipulação dos instrumentos".

5 As denominações "verticalismo" e "horizontalismo", relacionadas respectivamente à visão exogenista monetarista de Friedman e à abordagem endogenista keynesiana de Kaldor, foram cunhadas inicialmente por Basil Moore (1988).

6 Para um aprofundamento desta abordagem, ver KALDOR (1985) e MOORE (1988).

7 KALDOR (1985) atribui a endogeneidade da moeda ao seu caráter creditício, sendo, portanto, a oferta de moeda dependente das condições de demanda.

8 Para uma crítica à visão horizontalista, ver GOODHART (1989) e CARDIM DE CARVALHO (1993).

9 A concessão de crédito por um banco depende de suas conjecturas a respeito da capacidade futura do cliente honrar sua dívida, o que requer uma análise criteriosa do cadastro do cliente, de modo a se precaver do risco de crédito. O volume e as condições de crédito depende ainda da estratégia adotada pelo banco, se mais conservadora ou mais agressiva, o que se expressa na maior ou menor margem de segurança na composição do ativo bancário. Ver, a respeito, MINSKY (1986), em especial o capítulo 10.

10 Nesta perspectiva ver, por exemplo, DAVIDSON (1988) e CARDIM DE CARVALHO (1992 e 1993). A noção central do paradigma pós-keynesiano é o conceito de economia monetária da produção, que tem como uma de suas características centrais o destaque dado ao processo de tomada de decisão em um ambiente de incerteza não-probabilística, além da concepção de não-neutralidade da moeda, segundo o qual a moeda não é uma simples conveniência, pois sendo um ativo, uma forma de riqueza, afeta motivos e decisões dos agentes.

11 Uma análise sobre o comportamento dos bancos em um contexto de alta inflação é feita em DE PAULA (1996).

12 O desenvolvimento da prática da zeragem automática, assim como de outras inovações financeiras públicas, refletiu em grande medida as necessidades de refinanciamento da dívida pública de curto prazo no contexto da crise do padrão de financiamento da economia brasileira ao longo dos anos 80. Isto permitiu o desenvolvimento de inovações financeiras sob a forma de quase-moedas que garantiam a rolagem dos títulos da dívida pública e atendiam à demanda por liquidez dos agentes econômicos num quadro de forte instabilidade macroeconômica. Ver, a respeito, MADI (1993), em especial a seção 3.2.2.

13 Segundo BRANDÃO (1989, p. 51), "não fosse a sofisticação alcançada pelo nosso mercado financeiro, aliada ao mecanismo de indexação (mesmo instável) de nossos ativos financeiros, a alta inflação da década de 80 seria grandemente agravada, com forte recessão e descapitalização das empresas privadas, devido à ausência de mecanismo de proteção à poupança, em período de alta inflação. Não podemos, em momento algum, esquecer os

benefícios decorrentes dos citados instrumentos de mercado, que permitiram a manutenção da poupança nos níveis atuais".

14 As experiências de extinção do mecanismo da zeragem automática no ano de 1990, durante o governo Collor, e, mais recentemente, a partir de setembro de 1995, no contexto do Plano Real, mostram que o fim da zeragem deve ser precedido por um processo de estabilização de preços.

15 Para uma análise das operações de mercado aberto com zeragem automática, ver AGOSTINHO DA SILVA (1993) e DE PAULA & SOBREIRA (1996).

16 Ao final dos anos 80, o BACEN indexava as taxas diárias do *overnight* às expectativas correntes da inflação, utilizando algum indexador diário oficial ou a taxa de câmbio; a partir do Plano Collor II, substituiu-se o sistema baseado na indexação passada por um regime que era *forward-looking*, tendo como base a colocação de títulos públicos com deságio (Bônus do Banco Central - BBC).

17 Este fenômeno ficou conhecido como "financeirização de preços". Ver, a respeito, BELLUZZO & ALMEIDA (1990).

18 Como assinalam CARNEIRO & GARCIA (1994, p. 23), "sem controle fiscal, tudo que a política monetária pode fazer é prevenir as expectativas da precipitação de uma corrida sobre a moeda corrente; ela não trará a inflação para baixo, nem impedirá que a substituição da moeda ocorra de uma 'maneira ordenada'".

19 Uma análise recente dos procedimentos operacionais de política monetária em seis países industrializados (EUA, Japão, Alemanha, Grã-Bretanha, Suíça e Canadá) é feita por KASMAN (1992).

20 *Go-arounds* são leilões com títulos públicos através do qual o Banco Central oferta ou demanda recursos junto ao mercado: algumas instituições financeiras deficitárias podem, em certo dia, não vencer os leilões de dinheiro, enquanto outras podem ganhar a concorrência simplesmente porque apresentam melhores ofertas (taxas). Através destas operações, o Banco Central estabelece a taxa de juros básica de curto prazo.

21 Ao final de setembro de 1995, o Banco Central do Brasil passou a realizar *go-arounds* de recursos de forma episódica, sem a obrigação de fixar o nível de taxa de juros que vigora no dia, o que significou na prática a extinção do mecanismo da zeragem

automática. Como procurou-se mostrar em artigos anteriores (DE PAULA & SOBREIRA, 1995 e 1996), há fortes evidências empíricas de que as taxas de juros no *overnight* (taxa DI-Over) tornaram-se a partir daí bem mais voláteis, ainda que o BACEN procure manter a taxa de juros básica do mercado dentro de um intervalo conhecido como "banda informal de juros".

22 Grosso modo, pode-se estabelecer duas modalidades operacionais de redesconto de liquidez: uma em que há discricionariedade no acesso a recursos do Banco Central (quotas, normas e restrições administrativas, etc.) e a taxa de juros cobrada é estipulada abaixo do mercado, como é o caso dos EUA, Alemanha e Japão; e, outra, em que o acesso é amplo e sem restrições diretas, mas a taxa cobrada se situa acima da taxa de mercado, como é o caso da Grã-Bretanha e Canadá. Os empréstimos de liquidez, embora tenham perdido peso como instrumento de gerenciamento diário de reservas (à exceção do Japão), têm ainda um importante papel a cumprir na estabilidade do sistema financeiro.

23 No Japão, as operações de empréstimo do Banco do Japão foram também utilizadas, no período de acelerado crescimento, para acomodar a demanda crescente por crédito, ou seja, como um instrumento de financiamento da política de fomento ao desenvolvimento.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGOSTINHO DA SILVA, P. A zeragem automática do mercado financeiro: uma visão alternativa. São Paulo: USP/FIA, 1993 (mimeo).
- BELLUZZO, L.G.M. & ALMEIDA, J. S. G.. Crise e reforma monetária no Brasil. *São Paulo em Perspectiva*, v. 4, n. 1, p. 63-75, jan./mar. 1990.
- BRANDÃO, C. "A dívida pública interna, seus problemas e soluções - parte II". *Conjuntura Econômica*, p. 49-54, novembro de 1989.

- CARDIM DE CARVALHO, F. J. *Mr. Keynes and the post keynesians*. Cheltenham: Edward Elgar, 1992.
- CARDIM DE CARVALHO, F. J. Sobre a endogenia da oferta de moeda: réplica ao professor Nogueira da Costa. *Revista de Economia Política*, v. 13, nº 3, p. 114-121, 1993.
- CARNEIRO, D. D. & GARCIA, M. G. P. Capital flows and monetary control under a domestic substitution regime: the recent brazilian experience. Rio de Janeiro: PUC, 1994 (publicado em espanhol em STEINER, R., org., *Afluencia de Capitales y Estabilización em America Latina*, Bogotá: TM Editores, 1994).
- CARVALHO, C. E. Liquidez dos haveres financeiros e zeragem automática de mercado. *Revista de Economia Política*, v. 13, n. 1, p. 25-36, jan./mar. 1993.
- DAVIDSON, P. Endogenous money, the production process, and inflation analysis. *Economie appliquée*, v. 41, n. 1, p. 151-169, 1988.
- DE PAULA, L. F. R. Comportamento dos bancos em alta inflação: uma abordagem pós-keynesiana. *Texto para Discussão IEI*, n. 362. Rio de Janeiro: UFRJ/IEI, fevereiro de 1996.
- DE PAULA, L. F. & SOBREIRA, R. O BC e o fim da zeragem automática. *O Globo*, p. 7, 26 de dezembro de 1995.
- DE PAULA, L. F. & SOBREIRA, R. Política monetária, operações de mercado aberto e fim da zeragem automática: uma avaliação preliminar. *Indicadores Econômicos FEE*, v. 23, n. 4, p. 121-130, jan./mar. 1996.
- FRIEDMAN, M. A theoretical framework for monetary analysis. *Journal of Political Economy*, v. 78, n. 2, p. 193-238, maio/abr. 1970.
- GOODHART, C. Has Moore become too horizontal? *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 12, n. 1, p. 29-34, fall 1989.
- KALDOR, N. *The scourge of monetarism*. Oxford: Oxford University Press, 1985.
- KASMAN, B. A comparasion of monetary policy operating procedures in six industrial countries. *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of New York, v. 17, n. 2, p. 5-24, summer 1992.

- MADI, M. A. C. A política monetária no Brasil: uma interpretação pós-keynesiana. Tese de doutorado. Campinas: UNICAMP/IE, novembro de 1993.
- MENDONÇA DE BARROS, L. C. A moeda indexada: uma experiência brasileira. *Economia e Sociedade*, n. 2, p. 3-24, agosto de 1993.
- MINSKY, H. *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press, 1986.
- MOORE, B. *Horizontalists and verticalists: the macroeconomics of credit money*. Cambridge: Cambridge University Press, 1988.
- PASTORE, A. C. A reforma monetária do Plano Collor. In FARO, C. (org.), *Plano Collor: avaliações e perspectivas*. Rio de Janeiro/São Paulo: Livros Técnicos e Científicos Editora Ltda, p. 157-174, 1990.
- RAMALHO, V. "Zeragem automática" no mercado aberto e controle monetário. *Estudos Econômicos*, v. 25, n. 1, p. 25-52, jan./abr. 1995.

Últimos textos publicados

373. HERMANN, Jennifer. Risco sistêmico nos sistemas financeiros modernos: uma interpretação teórica. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1996. (42 pág.)
372. FIORI, José Luís. A propósito da Globalização. Inclui os textos: A nova barbárie. Resenha de: E. Sader. O mundo depois da queda; Tempo, dinheiro e poder. Resenha de: Giovanni Arrighi. O longo século vinte; Aos condenados da terra, o equilíbrio fiscal. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1996. (23 pág.)
371. FIORI, José Luis. O Brasil e a Índia no cenário político internacional dos próximos anos. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1996. (23 pág.)
370. GADELHA, Carlos Augusto Grabois. A nova ortodoxa do desenvolvimento: uma crítica do debate em torno da visão do Banco Mundial e elementos para uma abordagem alternativa Neo-schumpeteriana. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1996. (32 pág.)
369. SICSÚ, João. Dolarização artificial no Brasil X dolarização espontânea na Argentina: uma análise das experiências pré-estabilização. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1996. (25 pág.)
368. SICSÚ, João. Uma crítica à tese da independência do Banco Central. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1996. (25 pág.)
367. CASSIOLATO, José Eduardo, As novas políticas de competitividade: a experiência dos principais países da OCDE. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1996. (49 pág.)
366. CASSIOLATO, José Eduardo, Innovation and dynamic of brazilian industry: the role of technology imports and local capabilities. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1996. (77 pág.)
365. CARDOSO, Larry Carris. Teoria dos Jogos. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1996. (41 pág.)
364. GONÇALVES, Reinaldo. The theory of international trade: back to basics. Rio de Janeiro: UFRJ/IE, 1996. (23 pág.)

