

Política monetária em mercados desregulamentados

José Carlos Miranda*

Em ensaio recente (MIRANDA, 1997), destaquei o caráter virtual de moeda dos ativos financeiros denominados nas diferentes divisas conversíveis. Quanto ao mercado monetário, objeto específico deste artigo, mostrei que os bancos continuam sendo uma instituição central para criação de liquidez sistêmica. No caso dos EUA, por exemplo, pesquisa realizada sobre as transformações do sistema bancário (BERGER, KASHYAP, SCALISE, 1995) mostra que a participação dos ativos dos bancos norte-americanos (empréstimos e títulos em carteira) no PIB é crescente mesmo após 1979, quando se iniciou o processo de desregulamentação financeira. Outrossim, enfatizei que uma das decorrências do aumento da concorrência entre instituições financeiras bancárias e não bancárias foi a crescente participação das rubricas fora de balanço nas atividades dos bancos. Por exemplo, um importante canal de liquidez sistêmica é a provisão de *cross-party guarantees*, seja na forma de garantias explícitas dos bancos a empréstimos realizados por outras instituições financeiras, seja como linhas de créditos subsidiárias usadas como colaterais em operações de securitização.¹

Evidencie, também, que as mudanças ocorridas nos mercados monetário e financeiro a partir do fim dos controles de capitais e da desregulamentação dos mercados financeiros nos principais países da OCDE implicaram grande mobilidade para os capitais, elevando os fluxos de operações diárias nos mercados cambiais; expansão e diversificação significativa do estoque de ativos; e proliferação das inovações nos mercados monetário e financeiro, com destaque para os derivativos de balcão. Todas essas evidências sugerem, entretanto, que, mesmo havendo as

* Professor do IE/UFRJ.

¹ Um bom exemplo é o mercado de *commercial papers*. Aparentemente, a progressiva substituição dos empréstimos bancários por créditos securitizados evidencia perda de *market-share* pelos bancos durante os últimos 15 anos. Todavia, na realidade, praticamente todos os tomadores de dinheiro por meio de *commercial papers* colateralizam suas emissões de títulos com créditos de bancos comerciais.

moedas de Bancos Centrais dividido com outros ativos e quase-moedas privadas a função de satisfazer a preferência por liquidez dos diversos agentes, elas continuam tendo lugar proeminente nas transações dos mercados cambiais e financeiros.

Desde logo, cabe notar que mudanças na composição monetária e na estrutura de maturidade dos porta-fólios envolvem, necessariamente, transações em moeda ou depósitos bancários: US\$ 484 bilhões diariamente no mercado *spot* de câmbio, cujas operações são em dinheiro; as famílias detêm US\$ 13,8 trilhões, aplicados no mercado monetário e, portanto, potencialmente conversíveis em depósitos em conta corrente a qualquer momento; 31% dos ativos dos bancos comerciais norte-americanos estão em divisas e títulos, e 52% das operações bancárias correspondem a empréstimos a residentes, usados para aquisição de bens, de ativos e para pagamento de salários, envolvendo, assim, dólar-*cash* em pelo menos uma das pontas de qualquer dessas transações.

Dada, porém, a magnitude das transações nos *money markets*, a possibilidade de liquidar posições consideráveis diretamente em moeda é limitada. Apesar de potencialmente conversíveis em depósitos em conta corrente a qualquer momento, a preferência pela liquidez não pode mais se verificar enquanto demanda por moeda (de Banco Central) *strictu sensu*, sob pena de ruírem as convenções prevaletentes. Estas vão no sentido de que o estoque de riqueza só tome a forma de depósitos sem remuneração ou de divisas, se necessário for, para transitar de aplicações ou de mercados de ativos, ou transformar-se em meio de pagamento.

Central às convenções atualmente predominantes é que as moedas emitidas pelos Bancos Centrais sejam unidades de conta estáveis do estoque de capital acumulado e base legal para denominação de contratos. Por essas razões, nenhum sistema financeiro pode funcionar sem alguma moeda exógena. A possibilidade de o sistema financeiro criar liquidez, ou seja, de emitir passivos contra si próprio que adquirem *status* de crédito para seus tomadores, depende da existência de moedas exógenas, cujas emissões, até o presente momento, são prerrogativas dos Bancos Centrais nacionais. São elas que provêm ao sistema financeiro ou aos títulos de emissão privada a confiança necessária à sua reprodução ao longo do tempo.

A desregulamentação financeira e a liberalização dos balanços de pagamentos, embora venham progressivamente tornando mais complexa a administração das taxas de juros de curto prazo pelos Bancos Centrais, não implicaram perda de controle destes sobre essa variável. A fixação da taxa de juros de curto prazo por meio de operações de compra e venda de títulos e da administração das reservas do sistema bancário é o principal instrumento dos Bancos Centrais para influenciar o volume de liquidez de seus mercados monetários. Alterando a oferta de moeda e de títulos, as autoridades monetárias

podem influir na taxa de juros de curto prazo, e este é o elemento de exogeneidade da oferta monetária, um fator que pode ser tomado como independente da demanda por crédito.

Os Bancos Centrais dispõem de três instrumentos para administrar a taxa de juros de curto prazo e, assim, influenciar o volume de depósitos bancários e o nível de liquidez sistêmica. O primeiro deles é o estabelecimento do nível das reservas obrigatórias, ou seja, a fixação de determinado percentual sobre os depósitos que os bancos comerciais são obrigados a manter junto a seus Bancos Centrais ou em seus próprios cofres. Este, entretanto, é hoje um instrumento muito pouco utilizado pelos países desenvolvidos, já que seus principais bancos passaram a reter volume de reservas voluntárias significativo. O segundo instrumento é a taxa de desconto, que é o preço de depósitos diretos dos Bancos Centrais no sistema bancário, ou de empréstimo via o redesconto do Banco Central, ou, ainda, do desconto direto de títulos pelos bancos junto a seus Bancos Centrais, conforme a institucionalidade bancária de cada país. A taxa de desconto é, assim, o preço das reservas emprestadas dos Bancos Centrais. Por fim, existem as operações de *open market*, que envolvem subscrições e/ou compras e vendas temporárias de títulos do governo ou do Tesouro nacional no mercado. A taxa de juros prevalecente em tais operações constitui o preço das reservas não emprestadas da autoridade monetária. Assim, qualquer mudança na participação relativa dos títulos no porta-fólio de um determinado Banco Central altera o volume das reservas não emprestadas de seu sistema bancário. As reservas totais do sistema bancário correspondem à soma das reservas emprestadas e não emprestadas.

Vale destacar novamente que as mudanças estruturais que vêm ocorrendo nos mercados monetário-financeiro e cambial problematizam a administração do nível da taxa de juros mais adequado a cada momento específico da conjuntura econômica, já que: desajustes de balanço de pagamentos ou expectativas de modificação da paridade cambial vigente impactam e são impactados tanto pelo nível efetivo da taxa de juros quanto por antecipações de sua revisão pelas autoridades monetárias; o efeito-preço das taxas de juros depende de expectativas sobre variações relativas nos preços dos demais ativos; não existe mais uma linha demarcatória rígida entre atividades financeiras bancárias e não bancárias; e as relações de débito e crédito intrabancárias e entre bancos e demais instituições financeiras estão profundamente imbricadas, não sendo transparentes nem mesmo para os próprios Bancos Centrais. Em tal contexto, o monitoramento adequado dos efeitos da política de juros e dos mecanismos de transmissão da moeda e do crédito para as economias nacionais tornou-se extremamente complexo. Por isso mesmo, os principais Bancos Centrais têm alterado seus

mecanismos de intervenção em seus mercados monetários, modificando os procedimentos de regulação das reservas bancárias e de administração das taxas de juros de curto prazo e elevado o controle prudencial sobre o sistema bancário. Tais mudanças correspondem à busca constante de flexibilidade (instrumental) para administrar as taxas de juros ou de adaptabilidade às diversas conjunturas dos mercados de ativos e de bens. Gostaria de aproveitar este artigo para aprofundar a análise de alguns dos procedimentos hoje utilizados pelos principais Bancos Centrais para monitorar os juros e a liquidez sistêmica, complementando as colocações feitas em **Dinâmica Financeira e Política Macroeconômica** (1997).

O BIS (KNEESHAW, VAN DEN BERGH, 1989), em pesquisa recente, identifica três tendências comuns nos procedimentos operacionais dos Bancos Centrais em seus mercados monetários. Em primeiro lugar, grande parte dos países desenvolvidos têm restringido o recurso do sistema bancário aos créditos automáticos dos Bancos Centrais, seja por meio de alterações constantes no custo efetivo do ajuste (marginal) de reservas, seja reforçando o caráter punitivo do redesconto pela transformação dessa taxa no limite superior do espectro de taxas de curto prazo do mercado monetário. Uma segunda tendência registrada foi o emprego crescente, pelos Bancos Centrais, de operações de mercado e de outros instrumentos de sintonia fina para administrar a oferta de reservas e minimizar os impactos de variáveis, que não controlem diretamente, sobre a liquidez sistêmica. Por fim, verificou a diminuição do coeficiente de reservas exigíveis do sistema bancário e o uso limitado desse coeficiente como instrumento de política monetária. Essas transformações sintetizariam a busca de maior flexibilidade para a administração da taxa de juros de curto prazo, dotando a política monetária de instrumentos alternativos para lidar com choques adversos, volatilidade de expectativas e pressões do mercado cambial.

No tocante à primeira tendência, o que se observa é uma redução do leque de instrumentos dos Bancos Centrais para oferecer crédito a custo privilegiado. Mesmo a função de credor de última instância vem sendo exercida mais por meio de compra de títulos em posse dos bancos ou pelo encaminhamento de soluções de mercado para bancos em estado falimentar do que por crédito à taxa de juros subsidiada. Em vários países, esse tipo de crédito foi abolido à medida que outras formas de prevenção de desequilíbrios nos balanços dos bancos — como, por exemplo, a manutenção de maior volume de reservas voluntárias, ou o recurso às operações *off-balance* — foram postas em prática pelo próprio sistema bancário.

Outro aspecto interessante sublinhado pela pesquisa do BIS é a tendência ao emprego de objetivos operacionais na administração das reservas bancárias.

Até os anos 70, uma das maneiras de se caracterizarem as relações entre os Bancos Centrais e os mercados monetários nacionais era segundo as formas predominantes de provisão ou criação de liquidez sistêmica. *Grosso modo*, podia-se delimitar a distinção entre dois tipos de relacionamento. O primeiro — representado pelo mercado monetário norte-americano — caracterizava-se pelo uso extensivo, por parte dos Bancos Centrais, da compra e da venda de títulos no mercado secundário para regular a oferta de reservas (não-emprestadas) aos bancos. No segundo — cujo paradigma era o mercado monetário alemão — a liquidez do sistema bancário dependia, sobretudo, de empréstimos dos Bancos Centrais a juros inferiores aos de mercado, do redesconto não punitivo e de facilidades extracreditícias, que acabavam por moldar o espectro das taxas de juros de curto prazo do mercado monetário. Entretanto, desde a década passada, constata-se uma progressiva restrição ao acesso ao crédito dos Bancos Centrais em condições privilegiadas e um aumento do uso das mais diferentes operações de mercado para administrar a liquidez, tornando a distinção originária acima apontada menos importante para diferenciar as intervenções dos diversos Bancos Centrais em seus mercados monetários. Sob essa ótica de análise, é hoje mais importante diferenciá-las em função dos objetivos operacionais colocados pelas autoridades monetárias para as reservas bancárias.

Esse novo enfoque iniciou-se em 1979, com Volker, no Federal Reserve (FED). Até então, mudanças na taxa de desconto tinham um impacto limitado nas taxas do mercado monetário, dado que as operações de mercado aberto eram realizadas com o objetivo de manter a taxa interbancária de *overnight* (Federal funds rate) dentro de um intervalo estreito de variação. A adoção, em outubro de 1979, de objetivos operacionais para as reservas bancárias mudou radicalmente o contexto da relação entre os bancos e o FED, possibilitando que o nível da demanda por reservas dos bancos passasse a impactar diretamente as taxas de juros de mercado.

Citando a mencionada pesquisa do BIS,

“(...) sob a política praticada pelo FED entre finais de 1979 e meados de 1982, quando elegeu as reservas não emprestadas como objetivo operacional de sua política monetária, a demanda por suas reservas tornou-se um canal de transmissão das pressões do mercado monetário às taxas de juros. No caso, por exemplo, de aceleração da taxa de crescimento de M_1 em relação à sua taxa projetada, as reservas emprestadas aumentariam na ausência de quaisquer ajustes na trajetória das reservas não emprestadas. Como resultado, uma pressão altista sobre a taxa do interbancário seria inevitável. Na prática, o procedimento do Federal Reserve Open Market Committee era

estimar o nível da taxa de juros compatível com a taxa projetada de expansão monetária e projetar o volume correspondente de seus empréstimos ao sistema bancário (reservas emprestadas). Este volume era deduzido da demanda total prevista por reservas bancárias, derivando, assim, o objetivo operacional para as reservas não emprestadas. (...) Sob um objetivo restritivo para as reservas não emprestadas, elevações na taxa de desconto traduziam-se em pressões altistas sobre as taxas do mercado monetário, devido ao escopo limitado para ajustes de curto prazo nos passivos bancários, e influenciava as antecipações sobre o curso futuro da própria política monetária”.

Embora essa política tivesse sido revertida no bojo da crise da dívida externa dos países latino-americanos e da conseqüente fragilidade financeira do sistema bancário norte-americano, o recurso a objetivos operacionais para administrar a liquidez não o foi. O FED passou a usar a diferença entre sua taxa de desconto e a taxa do Federal funds como *fulcrum* de uma política que outorgasse maior estabilidade à taxa interbancária, desta feita colocando objetivos operacionais para as reservas emprestadas. Da mesma forma, durante o período que se seguiu à crise da Bolsa de Nova York, em outubro de 1987, o FED interveio no sentido de minimizar o risco de fragilidade financeira usando as operações de mercado aberto para acomodar a oferta à demanda por liquidez e influenciar a taxa do Federal funds. Em maio de 1988, passada a turbulência nos mercados monetário e de ativos, os procedimentos operacionais visando regular as reservas não emprestadas voltaram à cena, desta vez usados para promover uma gradual elevação da taxa interbancária.

No caso da Alemanha, as operações para administrar o nível das reservas bancárias vigentes até 1985 faziam com que a taxa do mercado monetário ficasse muito próxima à taxa (lombarda) de empréstimo do Bundesbank. Em janeiro de 1985, ocorreu uma mudança estrutural no mercado monetário, quando o Bundesbank elevou a taxa lombarda a um nível acima daquele decorrente de suas, até então, eventuais e temporárias operações com títulos e começou a usar operações de mercado para administrar o nível das reservas bancárias. Tal mudança representou um forte desincentivo ao uso do crédito lombardo pelos bancos. Ao mesmo tempo, liberou o espectro de taxas do mercado monetário da taxa lombarda, tornando-o mais dependente das taxas resultantes das operações de mercado do Bundesbank e das próprias expectativas do mercado.

Esses dois exemplos ilustram como nos Estados Unidos e na Alemanha seus Bancos Centrais, progressivamente, limitaram a oferta de reservas a custos inferiores aos de mercado. Este, aliás, pode ser visto como um dos fatores que

contribuíram para fixar o piso médio dos juros reais em nível mais elevado do que o prevalecente nas décadas anteriores. Entretanto as mudanças mais significativas na operacionalização da política monetária encontram-se no desenvolvimento de novas técnicas e instrumentos para administrar reservas bancárias e taxas de juros de curto prazo. Alguns desses instrumentos são similares àqueles utilizados pelos mercados financeiros privados. Em alguns casos, seus empregos pelos Bancos Centrais pressupõem transações de mercado a preços cotados pelos *dealers* desses próprios mercados. Em outros, a taxa de juros aplicável pode ser administrada de forma mais flexível pelos Bancos Centrais, dado que as transações realizadas têm peculiaridades que as diferem das operações regulares de crédito de mercado.

Dentre os novos instrumentos usados pelos Bancos Centrais, destacam-se as operações de mercado com títulos governamentais, títulos cambiais, promissórias e outros ativos sem ou com cláusulas de recompra (revenda) ou obrigatoriedade de operações reversas. As operações no mercado secundário de títulos governamentais são transações de balcão, estando volume significativo das ordens de compra e venda nas mãos dos *dealers* preferenciais de títulos do Tesouro, geralmente departamentos especializados dos grandes bancos.

Esses *dealers* são chamados a fazer ofertas para os diversos tipos de títulos com diferentes maturidades. As alocações entre os *dealers* são realizadas por meio do (melhor) preço de oferta, que varia até que o volume desejado de títulos seja colocado ou comprado. O contexto institucional dessas operações é de distinção completa entre operações de administração da dívida pública, conduzidas pelo Tesouro, e operações de política monetária, consistindo essencialmente de compras líquidas no mercado secundário, conduzidas pelo Banco Central.

Nos últimos anos, os Bancos Centrais dos principais países vêm fazendo uso crescente das operações reversas para melhor regularem seus mercados monetários. Transações de compra e revenda, que consistem na compra de títulos com cláusula de recompra a um determinado preço em uma data futura pré-acordada, passam a se constituir em instrumento alternativo para a administração das reservas bancárias. Ao mesmo tempo, venda e recompra podem servir como veículo de absorção rápida de reservas sem efeito significativo no preço dos títulos subjacentes a tal transação.

Esses dois tipos de instrumentos podem, também, ser empregados no mercado cambial. As operações reversas com divisas objetivam estabilizar a taxa de câmbio e minimizar o impacto das variações cambiais nas taxas do mercado monetário. Isso quer dizer que o grau de restrições que o mercado cambial impõe às políticas de juros domésticas influencia a escolha de instrumentos para os Bancos Centrais operarem seus mercados monetários. A

taxa de câmbio foi, definitivamente, incluída nos mecanismos de transmissão dos efeitos da política monetária às variáveis reais da economia.

Em pequenas economias abertas, a prioridade da política monetária é a manutenção da estabilidade da taxa de câmbio real, e, por isso, os instrumentos escolhidos objetivam, sobretudo, permitir respostas rápidas das taxas de juros de curto prazo a quaisquer distúrbios no setor externo dessas economias. Em economias desenvolvidas e de maior dimensão, cujas moedas são usadas internacionalmente para denominação de contratos e onde há nítida predominância do movimento de capitais sobre o movimento de mercadorias, os instrumentos de intervenção dos Bancos Centrais visam administrar a taxa de juros interna em consonância com a conta de capitais. Na ocorrência de pressões no mercado cambial, é preciso insular o mercado monetário de tais distúrbios, facilitando o ajustamento das reservas bancárias. Nesses casos, a taxa de câmbio torna-se uma variável necessariamente considerada pela política de juros.

Na Alemanha e na França, por exemplo, as condições do mercado cambial são sempre consideradas, tanto para administrar a taxa de juros, quanto para definir o volume e a temporalidade das operações para a gestão das reservas bancárias. Nos Estados Unidos, o procedimento de fixar objetivos para as reservas emprestadas foi freqüentemente utilizado para manter as flutuações da taxa interbancária dentro de um intervalo estreito de variação. Entretanto, sempre que os objetivos para a paridade do dólar com o marco e com o iene o requeiram, o FED (a pedido do Tesouro) altera suas normas de regulagem do Federal funds.

As reservas em dólares dos principais Bancos Centrais são aplicadas em títulos do Tesouro norte-americano ou no mercado de eurodivisas. À medida que as variações dessas reservas se refletem nos movimentos de depósitos junto ao FED, seus efeitos sobre a disponibilidade de reservas bancárias nos Estados Unidos são rotineiramente compensados por meio de operações de mercado aberto, alterando a taxa interbancária. No caso norte-americano, apesar de as reservas em divisas do FED e do Tesouro serem diminutas, elas são, sempre que necessário, suplementadas por *swaps* de divisas, por outros Bancos Centrais.

É esse conjunto de novos procedimentos institucionais que explica por que economistas das mais diversas filiações teóricas identificam a busca de maior flexibilidade para a administração da taxa de juros como uma das tônicas das políticas dos principais Bancos Centrais. As circunstâncias que determinam a efetividade das restrições financeiras em qualquer economia monetária dependem, em parte, das políticas dos Bancos Centrais e, em parte, do grau de preferência por liquidez do sistema bancário. As autoridades monetárias, sempre que o momento requerer, podem influenciar o nível da demanda por crédito, seja elevando as taxas de juros por meio de operações de mercado aberto (alterando

o nível das reservas não emprestadas), seja aumentando o custo de suas reservas emprestáveis aos bancos. Podem, ainda, elevar os controles prudenciais de forma a diminuir a capacidade do sistema bancário de criar crédito.

Geralmente, os bancos acomodam a oferta à demanda por liquidez até o ponto em que suas reservas devam ser recompostas a preços mais elevados, implicando queda na rentabilidade corrente, ou em que deixem de compartilhar do otimismo dos agentes privados. Na maioria dos casos, tais momentos coincidem com mudanças nas políticas dos Bancos Centrais, já que ações visando alterar o nível de liquidez sistêmica não são unilaterais. O sistema bancário, em momentos de forte aquecimento do mercado monetário, auto-impõe-se controle mais rígido sobre sua estrutura de porta-fólio dada a elevação de seu *exposure* por ativos de alto risco. Nessas circunstâncias, a oferta e a demanda por crédito diminuem; a preferência por ativos de liquidez imediata eleva-se; e os preços dos demais ativos deflacionam-se. Tal situação só é revertida quando surgem oportunidades de investimentos de baixo risco a serem financiados, desde que o sistema financeiro avalie os riscos de *default* neles envolvidos como aceitáveis nas circunstâncias prevaletentes.

Por fim, cabe mais uma vez destacar que a busca de maior flexibilidade para a operacionalização da política monetária vem sendo a resposta dos Bancos Centrais à crescente financeirização da riqueza. O papel crescente dos mercados financeiros internacionais acabou por criar as condições para que a hipótese de expectativas racionais se impusesse como uma nova convenção, arrastando operadores de mercado, *policymakers*, rentistas, empresas e bancos. Esse domínio explica-se pela possibilidade de que as hipóteses novo-clássicas ofereceram para moldar uma nova práxis (ativista) dos rentistas. Nessa nova convenção, a estabilidade real (das unidades de conta) da riqueza acumulada ou da "poupança" constitui o desiderato maior dos mercados financeiros ao qual as políticas de Estado devem se acomodar. O nível de emprego dos fatores de produção torna-se preocupante somente à medida que interfere nas condições efetivas de reprodução da riqueza financeira. Nesse contexto, taxas elevadas de desemprego são vistas como naturais, pois que resultantes de escolhas ótimas e voluntárias de agentes racionais, bem informados e livres para optarem entre vários usos alternativos de seus próprios recursos. E as políticas macroeconômicas, setoriais e sociais acomodam-se a esses novos tempos em que os mercados impõem uma regra alternativa de racionalidade para suas próprias condutas, que não precisa ser, necessariamente, validada pela robustez da teoria que a informa, mas por sua conveniência para a práxis dos agentes relevantes em um mundo do qual têm, na realidade, conhecimento imperfeito e parcial.

Bibliografia

- BERGER, A., KASHYAP, A., SCALISE, J. (1995). **The transformation of the U. S. Banking industry: what a long strange trip it's been.** Washington, DC : Brookings Institution. v.2. (Brookings papers on economic activity).
- KNEESHAW, J. T., VAN DEN BERGH, P. (1989). Changes in Central Bank money market opening procedures in the 1980s. **BIS Economic Papers**, Basle, Suíça, n.23.
- MIRANDA, José C. (1997). Dinâmica financeira e política macroeconômica. In: TAVARES, Maria da Conceição, FIORI, José Luís, orgs. **Poder e Dinheiro**, Rio de Janeiro : Vozes.

Abstract

This paper aims to highlight the effect of current financial dynamics on national monetary policies. It shows how Central Banks are searching for more flexible policy instruments in order to improve their capacity to affect price adjustments, to contain market pressures and to maintain robust monetary rules.

