

# POLÍTICA MONETÁRIA, OPERAÇÕES DE MERCADO ABERTO E FIM DA ZERAGEM AUTOMÁTICA: UMA AVALIAÇÃO PRELIMINAR\*

---

*Luiz Fernando de Paula\*\*  
Rogério Sobreira\*\*\**

## 1 - Introdução

O segundo semestre de 1995 destacou-se pelas significativas modificações que ocorreram no funcionamento do mercado financeiro, de forma geral, e nas operações de mercado aberto, de modo específico. De um lado, observou-se a adoção de uma série de medidas por parte das autoridades monetárias criando novos fundos de investimento e extinguindo paulatinamente os existentes, com o objetivo de alongar o prazo médio das aplicações financeiras dos agentes. De outro, o Banco Central (Bacen) alterou, em fins de setembro, sua forma de atuar nas operações de mercado aberto, deixando de realizar os *go-arounds* diários de recursos e passando a efetuá-los de forma episódica. Com isso, foi reduzido o grau de discricionariedade do Bacen na determinação da taxa de juros básica do mercado, instituindo o que ficou conhecido como “banda informal de juros”, sistema pelo qual o Bacen procura manter a taxa de juros dentro de um certo intervalo por ele estipulado.

---

\* O presente texto é parte da pesquisa pelo projeto de Estudos da Moeda e Sistemas Financeiros, no Instituto de Economia da UFRJ, sob a coordenação geral do Professor Fernando Cardim de Carvalho, que conta com o apoio financeiro do CNPq. A responsabilidade por eventuais erros e omissões cometidos é dos autores.

\*\* Professor da Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro.

\*\*\* Professor das Faculdades Integradas Candido Mendes.

Essas duas modificações, contudo, não podem ser vistas de forma isolada, ou seja, a alteração no *modus operandi* do mercado aberto, com o fim da zeragem automática, está diretamente relacionada à mudança nos fundos de investimento. Nesse sentido, o objetivo deste artigo é analisar as recentes alterações nas operações de mercado aberto e suas implicações sobre o manejo da política monetária e sobre o comportamento do sistema financeiro como um todo. Para tanto, na seção 2, analisam-se essas operações com a existência do mecanismo de zeragem automática de mercado, que se desenvolveu num quadro de alta inflação e de profunda fragilidade financeira do Estado. Na seção 3, examina-se o funcionamento desse mercado sem a zeragem automática, no quadro do processo de estabilização, procurando-se apontar algumas implicações dessa nova sistemática de operação. Na seção 4 — a título de conclusão — realizam-se alguns comentários finais.

## 2 - Operações de mercado aberto com zeragem automática

A **zeragem automática de mercado** é o mecanismo pelo qual o Banco Central efetuava, até recentemente, o ajuste diário de reservas do sistema bancário, zerando as posições credoras e devedoras das carteiras de títulos públicos do sistema bancário. Através deste mecanismo, o Bacen recompra títulos públicos quando o sistema não tem recursos suficientes para atender aos seus requerimentos de reservas (neste caso, diz-se que o Bacen está *oversold*) e vende títulos quando os bancos estão com excesso de liquidez, de forma a evitar uma queda significativa na taxa de juros (o Bacen está *undersold*). Como as instituições demandantes (ou ofertantes) ajustam suas posições através de operações de um dia (*overnight*) com o Banco Central, este, por sua vez, tem condições de definir a taxa de juros que deseja praticar em determinado momento.

A zeragem automática tinha como principal objetivo garantir às autoridades monetárias um relativo controle sobre a taxa de juros de mercado, evitando oscilações bruscas e significativas nessa variável. Para tanto, o Bacen, ao manter o equilíbrio da liquidez, procurava neutralizar os efeitos adversos sobre as reservas dos bancos comerciais decorrentes de fenômenos sazonais, acidentais ou de comportamento dos agentes econômicos — como,

por exemplo, dias de pagamento de impostos — que poderiam comprometer a eficácia da política monetária ao eliminar o poder indicador dessa variável. Tais efeitos sobre as condições de liquidez da economia ocorriam devido à baixa magnitude do estoque de moeda não indexada (M1) e da base monetária em um contexto de alta inflação e à existência de substitutos quase perfeitos à moeda doméstica (a chamada moeda indexada), o que tornava as reservas bancárias muito sensíveis a quaisquer desses fenômenos.<sup>1</sup>

Nessas circunstâncias, as reservas primárias dos bancos tendiam a se manter a um nível mínimo necessário para cumprir as exigibilidades compulsórias legais. Como as reservas voluntárias do sistema bancário — recursos excedentes sobre o recolhimento compulsório que funciona como fonte primária para acomodação das flutuações de liquidez dos bancos — também se reduziam, o ajuste de liquidez dos bancos ocorria ao nível de suas reservas secundárias (títulos e haveres com elevada liquidez), com toda a pressão recaindo sobre o Bacen, a quem as instituições financeiras “exigiam” dar liquidez aos títulos públicos de sua carteira. Nesse contexto, grandes oscilações nas reservas bancárias provocariam a destruição da taxa de juros como meta da política monetária. Da mesma forma, se a autoridade monetária privilegiasse o controle sobre a base monetária como meta, produziria uma intensa volatilidade na taxa de juros, com fortes efeitos inflacionários, haja visto que as expectativas dos agentes com respeito à evolução dos preços nesse contexto eram estabelecidas, em boa medida, a partir da observação do comportamento da taxa de juros, num processo que ficou conhecido como “financeirização dos preços”.

O Banco Central, desse modo, concentrava sua atenção no controle da taxa de juros, procurando fixá-la a um nível adequado com sua expectativa inflacionária. As autoridades monetárias tentavam, assim, manter a taxa de juros real em condições adequadas, ou seja, num patamar que não onerasse demasiadamente os custos financeiros do Tesouro, nem provocasse uma elevação na inflação, mas que fosse suficientemente alto para impedir uma fuga desordenada de ativos financeiros para ativos reais e de risco.

Do ponto de vista dos bancos, a relativa estabilização da taxa de juros pelo Bacen, ao evitar maiores oscilações nessa variável, minimizava o risco de

---

<sup>1</sup> Aprofundou-se esse aspecto em outro artigo. Ver De Paula, Sobreira (1994).

taxa de juros em suas operações lastreadas em títulos públicos, que podia ocorrer em períodos de inflação ascendente, uma vez que essas instituições podiam ter prejuízo em suas operações na medida em que o custo de financiamento superasse o retorno dos papéis de sua carteira. Tal risco decorria do fato de que, como não existiam detentores finais de títulos públicos face à alta preferência pela liquidez dos agentes não financeiros, as instituições bancárias eram os únicos agentes a compor sua carteira com esses títulos. Em compensação, como os títulos públicos brasileiros tinham elevada liquidez, os bancos diminuía o risco de liquidez em suas operações, que decorre da possibilidade de um banco não poder liquidar seus ativos a preços que permitam honrar suas obrigações.<sup>2</sup>

A chamada zeragem automática de mercado, portanto, diz respeito a intervenções diárias do Bacen no mercado, para ajustar a liquidez global do sistema e não no atendimento episódico de algumas instituições deficitárias ao final do dia.<sup>3</sup> Tais intervenções eram feitas através de *go-arounds*, com os quais o Bacen ofertava ou demandava recursos diariamente junto ao mercado. Desse modo, algumas instituições financeiras deficitárias podiam, em certo dia, não vencer os leilões de dinheiro, enquanto outras poderiam ganhar a concorrência simplesmente porque apresentavam melhores ofertas (taxas). O ajuste residual era feito ao final do dia, quando o Bacen oferecia recursos a um custo punitivo, ou seja, com alguns pontos acima da taxa média do dia (Quadro 1).

Em síntese, o Banco Central procurava controlar a taxa de juros através do mecanismo da zeragem automática de mercado. Ao fixar sua atenção na taxa de juros, as reservas bancárias funcionavam como variável de ajuste, em que o Bacen influenciava apenas indiretamente. Portanto, o Bacen, ao garantir liquidez automática e barata às instituições bancárias, sancionava de modo quase integral a criação de moeda por parte do sistema bancário e tornava a oferta de moeda quase plenamente endógena.

---

<sup>2</sup> Para uma análise dos riscos na atividade bancária, ver Kregel (1994).

<sup>3</sup> A análise que se segue sobre a sistemática das operações de mercado aberto com zeragem automática está baseada em Silva (1993).

## Quadro 1

## Zeragem automática de mercado

- 
- a) Acordos de recompra e/ou revenda (*go-arounds*)  
Financiamentos tomados pelo Banco Central  
Financiamentos concedidos pelo Banco Central
- b) Acordos de recompra e/ou revenda (ajuste residual ao final do dia)  
Financiamentos tomados pelo Banco Central  
Financiamentos concedidos pelo Banco Central
- 

FONTE: SILVA, P. Agostinho (1993). A zeragem do mercado financeiro: uma visão alternativa. São Paulo: USP/FIA. (mimeo).

Em realidade, a existência da zeragem automática foi a única alternativa do Bacen, num quadro de alta inflação e de profunda instabilidade financeira do setor público, de evitar, através do desenvolvimento da moeda indexada, a fuga de ativos domésticos e a substituição da moeda corrente pela moeda estrangeira, o que poderia desembocar em um processo hiperinflacionário. A eliminação desse mecanismo, naquelas circunstâncias, criaria riscos inaceitáveis aos bancos e destruiria a moeda indexada.<sup>4</sup>

A zeragem automática, portanto, permitiu que os bancos pudessem compor seu *portfolio* com ativos de menor risco e de elevada liquidez e também reduzir o prazo das aplicações que ofereciam ao público. Os títulos públicos constituíram-se, assim, na base dos lucros bancários, servindo de lastro para fundos e depósitos de curto prazo e permitindo a absorção da chamada

---

<sup>4</sup> Essa posição é defendida, por exemplo, por Carneiro, Garcia (1994).

“transferência inflacionária” por parte dos bancos, popularmente conhecido como ganhos de *float*. Nesse quadro, desenvolveram-se diversos fundos de curtíssimo prazo (*commodities*, fundões, etc.), parcialmente lastreados em títulos públicos, que passaram a absorver um montante de recursos elevado, inclusive aqueles reservados aos gastos correntes dos agentes.

### **3 - Operações de mercado aberto sem zeragem automática: uma avaliação preliminar**

O mecanismo da zeragem automática do mercado aberto, como visto na seção anterior, desenvolveu-se no Brasil com o intuito de permitir ao Governo, num contexto de alta inflação e de profundo desequilíbrio financeiro do setor público, financiar-se via títulos de dívida pública e de permitir ao Banco Central, nesse contexto, um relativo controle sobre a taxa de juros de mercado. As recentes mudanças nos fundos de investimento — maior liberdade para composição da carteira, fim da liquidez diária e, principalmente, incentivos ao alongamento dos prazos através da aplicação de uma alíquota de compulsório zero para fundos com prazo de vencimento igual ou superior a 60 dias —, somadas ao sucesso do processo de estabilização, abriram espaço para a extinção da zeragem automática. Isto porque a não-obrigatoriedade de ofertar liquidez diária aos cotistas dos fundos, aliada a uma significativa queda do custo de carregamento de reservas, diminui sobremaneira a volatilidade do nível das reservas. A nova forma de atuação do Bacen procura, assim, adequar as operações de mercado aberto a um ambiente de estabilidade de preços.

As novas regras de operação do Bacen no mercado aberto são as seguintes. A intervenção da autoridade monetária no mercado deixou de ser diária e, quando ocorre, dá-se quase sempre ao final do dia, de modo a manter a taxa de juros dentro de um certo intervalo, conhecido como “banda de juros”. Em outras palavras, o Bacen passou a realizar *go-arounds* episódicos no mercado aberto sem a obrigação de fixar o nível de taxas de juros que iria vigorar no dia. O Bacen deixou, assim, de realizar diariamente leilões de recursos e de ter a obrigação de efetuar um ajuste residual ao final do dia.

Com essa nova sistemática, o Bacen procura reduzir o grau de discricionariedade na determinação dos juros básicos da economia, que passam a ser estabelecidos, em boa medida, pelas condições de liquidez do mercado.

Conseqüentemente, aumenta-se a volatilidade da taxa de juros no mercado aberto, o que ocasiona uma maior preferência pela liquidez por parte das instituições financeiras, face a um possível aumento no risco de taxa de juros e no risco de liquidez causado justamente pela maior volatilidade nessa variável.

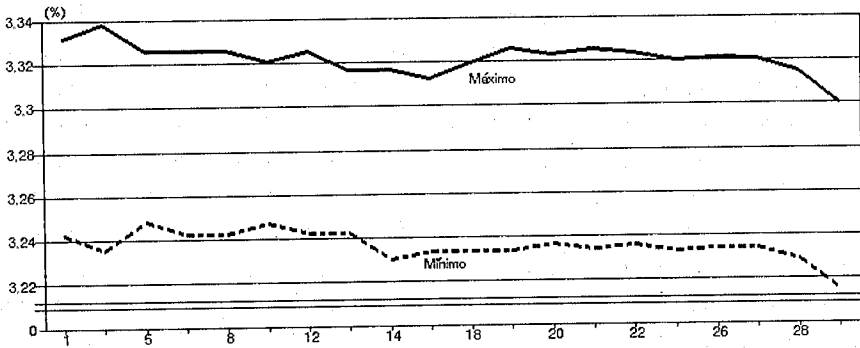
Com o fim da zeragem automática de mercado, as instituições bancárias têm que aumentar suas reservas voluntárias disponíveis, para fazer face ao atendimento de suas necessidades diárias de caixa. Logo, as reservas primárias dos bancos tendem a crescer. Por outro lado, a pressão de ajuste de liquidez dos bancos, que antes recaía sobre o Banco Central, passa a se dar, doravante, fundamentalmente no mercado interbancário, que fica responsável pela realização do *screening* das instituições deficitárias. Esse mercado torna-se, efetivamente, o *locus* da administração de liquidez das instituições bancárias. O acesso principal a recursos junto às autoridades monetárias passa a ser realizado através das operações de redesconto, mecanismo pelo qual o Bacen redesconta os títulos dos bancos que estão com problemas de liquidez, cobrando, para tanto, uma taxa punitiva — conhecida como taxa de redesconto.

As instituições bancárias, ao terem redefinido o seu acesso a recursos junto ao Bacen e ao se defrontarem com um alongamento na maturidade média de suas obrigações (passivo bancário), terão que modificar, obrigatoriamente, o tamanho e a composição de seu ativo e assumir um risco maior em suas operações. Com a extinção dos ganhos de *float* e a mudança nas regras de operação do mercado aberto, o padrão de rentabilidade dos bancos altera-se profundamente, passando a depender primordialmente das operações tradicionais de intermediação financeira, o que se tem mostrado problemático numa conjuntura de elevada taxa de juros para atrair capitais externos, de desaceleração econômica e, conseqüentemente, de elevada inadimplência nos empréstimos bancários, como a verificada no segundo semestre de 1995.

Os Gráficos 1 e 2 permitem realizar-se, ainda que de forma preliminar, uma primeira avaliação sobre os impactos da mudança nas regras de operação do mercado aberto; apresentam a variação diária das taxas máxima e mínima DI-Over nos meses de setembro e outubro de 1995 respectivamente. Como pode ser observado, no mês de setembro verificou-se uma relativa estabilidade nas taxas DI-Over, enquanto a partir de outubro, quando se passou a operar a nova sistemática de mercado, aumentou a volatilidade nas taxas. Como já se destacou, esse resultado acarreta profundas alterações no funcionamento do sistema financeiro, que terá, agora, que adotar uma postura mais cautelosa em suas operações.

### Gráfico 1

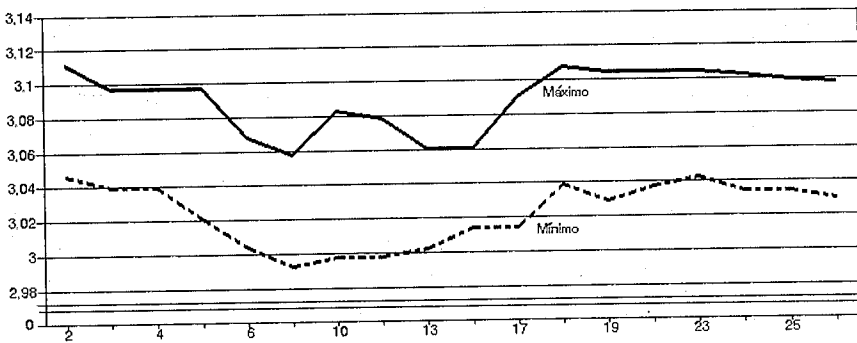
#### Taxa DI-Over — set./95



FONTE: Banco Central/Andima.

### Gráfico 2

#### Taxa DI-Over — out./95



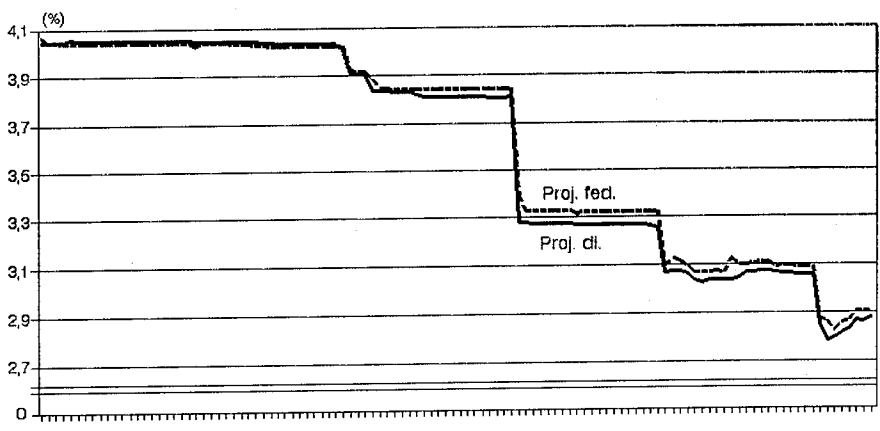
FONTE: Banco Central/Andima.



Por outro lado, o Gráfico 3 mostra um certo deslocamento entre a taxa média dos títulos públicos (SELIC) e a taxa média do interbancário (CETIP) nos meses de setembro e outubro de 1995, situando-se em geral, a primeira um pouco abaixo da segunda. Esse comportamento pode ser resultado de um maior racionamento de crédito no mercado interbancário, o que faz com que as instituições deficitárias de recursos que tenham passado pelo *screening* das instituições superavitárias tomem emprestado recursos a uma taxa de juros um pouco abaixo da taxa básica do mercado. Revela, também, um aumento na disponibilidade de recursos ofertados no mercado interbancário, em consequência do crescimento do estoque de moeda não indexada na economia (M1) e das reservas primárias dos bancos, como resultado de uma certa normalização na demanda por moeda por parte dos agentes (financeiros e não financeiros) em um contexto de maior estabilidade de preços.

Gráfico 3

Taxas médias SELIC (mercado aberto) e CETIP (mercado interbancário)  
1º.06.95-13.11.95



FONTE: Banco Central/Cetip/Andima.

NOTA: Dados de dias úteis entre 1º.06.95 e 13.11.95.

## 4 - Conclusão

As recentes alterações na forma de operação do mercado aberto por parte do Banco Central fazem parte da estratégia gradualista do Governo, que procura reduzir a taxa de juros, condicionada ao fluxo de entrada de capitais externos e à contração da demanda agregada. O objetivo das novas regras, como já se apontou, é aumentar a eficácia da política monetária, tornando seus instrumentos mais apropriados a um ambiente de estabilidade. O sucesso, até o momento, do processo de estabilização, somado à conseqüente normalização da demanda por moeda não indexada, permitiu ao Governo iniciar um processo de alongamento no prazo de maturação dos fundos e títulos financeiros, condição *sine qua non* para a eliminação da zeragem automática de mercado.

O fim da zeragem automática deverá permitir ao Governo separar funcionalmente as **operações de mercado aberto**, que passam a ser usadas basicamente como instrumento de sintonia fina de liquidez e não mais como a principal forma de acesso a recursos monetários por parte do sistema financeiro, das **operações de redesconto de liquidez**, permitindo, nesse caso, que o Bacen retome, de forma mais clara, sua função de prestador de última instância do sistema. Desse modo, espera-se que o Banco Central possa administrar mais efetivamente as condições de liquidez da economia e realizar uma política monetária mais ativa, ao contrário da sistemática anterior.

## Bibliografia

- CARNEIRO, D. D. , GARCIA, M. G. P. (1994). Flujos de capital y control monetário bajo sustitución domestica de dinero: la reciente experiencia brasileña. In: STEINER, R. org. **Afluencia de capitales y estabilizacion en America Latina**. Bogota. TM Editores.
- DE PAULA, L. F., SOBREIRA, R. (1994). A zeragem automática. **O Globo**, Rio de Janeiro, 16 set.
- KREGEL, J. A. (1994). **Summary of introductory chapter for ente einau study on the future of role of banks**. (mimeo).
- SILVA, P. Agostinho da (1993). **A zeragem do mercado financeiro: uma visão alternativa**. São Paulo: USP/FIA. (mimeo).