

## LIQUIDEZ E “ZERAGEM AUTOMÁTICA”: UMA TRÉPLICA A RAMALHO

Luiz Fernando Rodrigues de Paula (Prof. Adjunto das Faculdades de Ciências Econômicas da UERJ)

**RESUMO:** Este artigo comenta a resposta de Valdir Ramalho ao meu artigo “Liquidez e zeragem automática: crítica da crítica”, procurando mostrar que: (i) a oposição “críticos” e “não-críticos” à zeragem automática não parece ser a forma adequada (e relevante) de examinar a questão e sim a análise de suas implicações; (ii) permanece a divergência quanto à interpretação deste mecanismo na operação da política monetária no Brasil.

**ABSTRACT:** This article comments the Valdir Ramalho’s answer to my article ‘Liquidity and automatic clearing: criticism of the criticism’, showing that: (i) the opposition between ‘critiques’ and ‘non-critiques’ of automatic clearing doesn’t look like the best and relevant way to examine the discussion, but what is really important is to analyze its effects; (ii) we remain having divergence about the interpretation of the meaning of this mechanism on the operating procedures of monetary policy in Brazil.

**PALAVRAS-CHAVE:** Política monetária, operações de mercado aberto, economia brasileira

Em sua elegante e precisa resposta ao meu artigo, Valdir Ramalho esclareceu alguns pontos que me pareceram obscuros em seu texto “Zeragem automática no mercado aberto e controle monetário”. Esta parece ser a vantagem de um debate de idéias: ela ajuda a esclarecer pontos de vista, ainda que ao risco do leitor poder, ao final de contas, não saber mais exatamente o que está sendo realmente discutido (a este respeito, sugiro a leitura de nossos artigos). Em meu artigo original (Paula, 1996) expressei minhas divergências ao texto de Ramalho (1995) no que se refere aos seguintes pontos: (i) a visão “horizontalista” implícita em sua análise; (ii) sua interpretação sobre o funcionamento do mecanismo da zeragem automática, entendido por ele como sendo um instrumento ágil e efetivo de atuação do banco central. Defendi, então, que não só tal dispositivo foi fruto de um contexto particular de grande instabilidade macroeconômica do país (alta inflação, fragilidade financeira do Estado) e que teve uma certa funcionalidade nesta conjuntura (como peça-básica da institucionalidade da moeda indexada evitou a substituição da moeda corrente pela moeda estrangeira), como a maior passividade monetária gerada por ele foi resultado de uma forma específica de como se fixava a taxa de juros no Brasil em contexto de alta inflação.

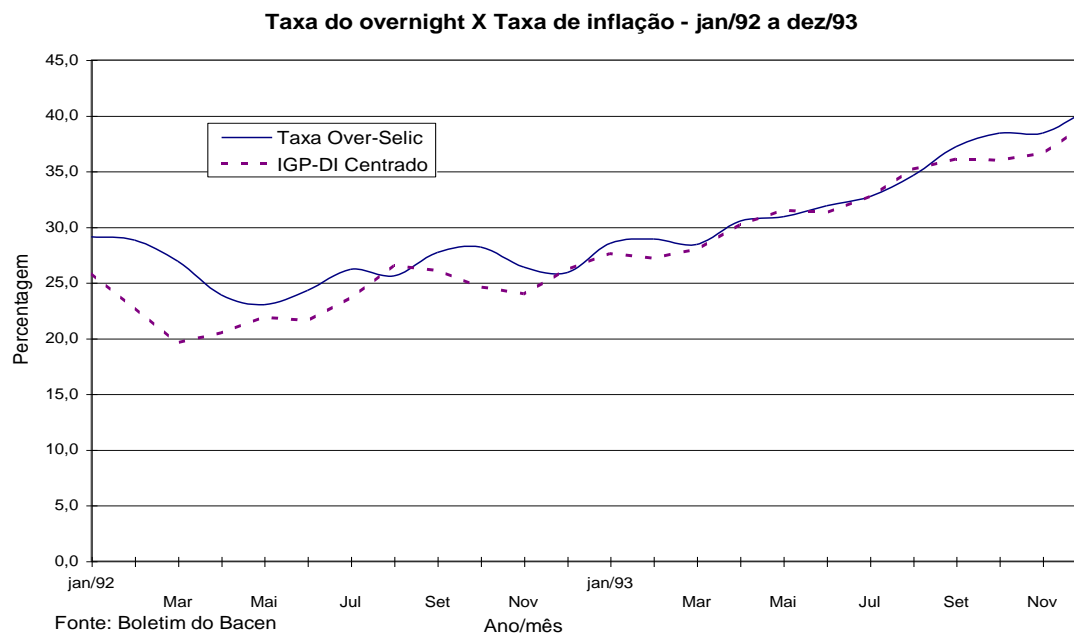
Em debates acadêmicos não há necessariamente “perdedores” e “vencedores”, mas pontos de vistas divergentes sobre determinados assuntos (daí a riqueza de nossa ciência). Gostaria, deste modo, de efetuar ainda alguns breves comentários sobre a resposta de Ramalho e esclarecer alguns aspectos de minha análise sobre o mecanismo da zeragem automática. Em primeiro lugar, ele diz que eu cai numa armadilha intelectual de classificar os contendores do debate em dois extremos (no caso *horizontalistas* x *verticalistas*), mas ele incorre no mesmo “erro” ao classificar o debate entre

economistas favoráveis à zeragem (no caso, ele) e os críticos (todos os demais economistas). Esta me parece uma falsa questão, pois não me considero nem crítico (não se trata de uma anomalia, como quer Pastore) nem favorável a tal mecanismo (entendido como uma instrumento ágil e moderno, como quer Ramalho), como o leitor já deve ter percebido. Em segundo lugar, deve ter ficado suficientemente claro que Ramalho não advoga teses horizontalistas quando mostra em sua resposta que ainda que o banco central em suas operações diárias no mercado tenha que suprir os bancos com as reservas necessárias (i.e., livre de restrições quantitativas) ele pode estabelecer parâmetros (taxas e condições) que inibam (ou não) a obtenção de reservas por parte dos bancos. Contudo, ainda assim, parece-me que em seu artigo original ele adotou uma posição por demais horizontalista, devido, talvez, à sua preocupação em se contrapor a posição verticalista de Pastore.

Por último, concordo, parcialmente, com Ramalho quando ele diz que num prazo mais longo a passividade monetária ocorreria com ou sem o mecanismo da zeragem, e que este é compatível com um (acrescento) *certo* controle monetário. Este argumento deve, contudo, ser qualificado. Como ressaltai no meu artigo anterior, entendo que o mecanismo da zeragem automática fez parte da sistemática operacional de determinação da taxa de juros primária em condições específicas de alta inflação no Brasil. Nesta sistemática, o Banco Central (Bacen) atuava na maioria das vezes *oversold*, situação em que o estoque de títulos em mercado é maior que os recursos disponíveis para financiar as posições diariamente: a necessidade de absorção de um volume expressivo de títulos pelo mercado induzia à superalavancagem da carteira de títulos dos bancos e ao correspondente aumento no risco de seu carregamento, o que acabava obrigando o Bacen a dar cobertura às instituições que não conseguiam financiar a totalidade de sua carteira de títulos no mercado, efetuando a zeragem de suas posições. Ora, isto tornava o Bacen, em boa medida, “refém” do sistema financeiro, immobilizando em parte a política monetária.

Em condições de alta inflação no Brasil, o Bacen não só era obrigado a manter a taxa de juros de curtíssimo prazo num nível relativamente estável, devido aos efeitos desestabilizadores que suas oscilações poderiam ter sobre as expectativas inflacionárias dos agentes, como, na utilização da taxa de juros como meta intermediária, o seu raio de manobra era bastante estreito. O mecanismo operacional do Bacen consistia basicamente na fixação do patamar da taxa de juros igual à taxa esperada da inflação para o próximo mês mais uma taxa real de juros *ex-ante* (a taxa *ex-post* carece de qualquer relevância na alta inflação) que garantisse a demanda por títulos públicos, como pode ser visto no gráfico abaixo. Uma taxa muito abaixo das expectativas dos agentes poderia induzir movimentos especulativos por parte dos agentes e, no limite, ocasionar um processo de fuga de ativos financeiros para ativos de risco e/ou reais, enquanto se ela fosse fixada

em um patamar muito elevado poderia provocar uma exarcebação nas expectativas inflacionárias dos agentes, com efeitos deletérios sobre a inflação.



## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- PAULA, L.F.R. Liquidez e zeragem automática: crítica da crítica. *Estudos Econômicos*, v.26, n.3, p. 411-439, set./dez. 1996.
- RAMALHO, V. “Zeragem automática” no mercado aberto e controle monetário. *Estudos Econômicos*, v.25, n.1, p. 25-52, jan./abr. 1995.