

A esquizofrenia da Selic

2008 . Ano 5 . Edição 40 - 11/02/2008

José Carlos de Assis



A instituição do mercado aberto (*open market*) nasceu em fins dos anos 1960 no Brasil, pouco depois da criação do Banco Central (BC), como instrumento padronizado de regulação de reservas bancárias, e coetâneo com a instituição da correção monetária. Esta visava, principalmente, à criação de um mercado de títulos públicos de longo prazo: para compatibilizar, na economia inflacionária, títulos públicos a prazo com correção monetária mais juros reais e as operações do mercado aberto, o BC criou o mecanismo de venda desses títulos, aos bancos comerciais, com prazo decorrido.

Um título colocado no mercado com prazo decorrido é, no limite, um título à vista. Moeda ou quase moeda, e não poupança. Para um banco individual, a vantagem é manter reservas voluntárias em moeda remunerada. Ao longo das últimas décadas, o artifício tosco de vender títulos públicos com prazo decorrido deu lugar a expedientes mais "normais", como a venda pelo Tesouro e Banco Central de títulos com correção monetária e juros pré-fixados, com cláusula de recompra. Para grande parte da dívida pública, a taxa de remuneração dos títulos é a Selic, que ao mesmo tempo é a taxa de regulação das reservas bancárias. Isso significa que, em última instância, o BC, embora dirigido por autoridade não eleita, controla indiretamente também a política fiscal, ou todo o núcleo da política macroeconômica.

Num sistema monetário normal - digamos, no sistema norte-americano -, a taxa básica de assistência de liquidez é a taxa dos fundos federais (*Fed funds*), em geral inferior à média de remuneração dos títulos públicos, que variam segundo o tempo de maturação e as condições específicas de colocação. Há também uma janela de redesconto para títulos privados, mas estes incorrem em deságio quando mobilizados.

No nosso sistema, o mercado monetário, no qual se negociam essa compra e venda de reservas bancárias, se confunde com o mercado financeiro, caracterizado pela negociação de títulos públicos federais, pois ambos são referidos à mesma taxa de juros, a Selic. Isso tem implicações fiscais diretas e implicações monetárias: tendo a Selic como referência para situações de iliquidez, os bancos tendem a organizar suas carteiras de aplicação de forma a ter uma margem de taxa de juros que cubra não só a rentabilidade desejada, mas também o risco de inadimplência e de iliquidez. Neste caso, a Selic é piso: se está fixada em 11%, e o banco quer ter um lucro garantido de 11%, a tendência, no limite, é que ele cobre 22%, para o caso de ter que recorrer à assistência de liquidez.

Isso explica, junto com a elevada taxa do compulsório, as altas taxas de aplicação do sistema bancário brasileiro. Caso a taxa básica fosse específica do sistema monetário e inferior à dos títulos públicos, os bancos teriam uma assistência de liquidez mais barata, podendo reduzir proporcionalmente suas taxas de aplicação. Entretanto, este não é o

maior problema que decorre do caráter dúplice, heterodoxo da estrutura do nosso sistema monetário. Há problemas mais graves, de ordem macroeconômica.

Quando o BC aumenta a Selic para contrair a liquidez, aumenta automaticamente o custo da rolagem de parte da dívida pública, no plano fiscal. No plano monetário, há um duplo efeito: enquanto custo para os bancos ilíquidos, a Selic elevada agrava a situação de iliquidez, pois empurra para cima seus custos de captação justamente num momento de restrições; entretanto, para os bancos líquidos, a elevação da Selic representa uma perspectiva de aumento de receita por conta da remuneração das reservas voluntárias em títulos públicos, que lhes dá suporte inclusive de expansão do crédito, embora mais caro, na contramão da intenção inicial da autoridade monetária.

Em resumo: nosso sistema fiscal-monetário heterodoxo é disfuncional de um sistema bancário comprometido com o financiamento a custo razoável do sistema produtivo e ineficaz para a direção macroeconômica do país. Ele só funciona por excesso. Controla a inflação, sim, mas com um ônus exagerado para a sociedade. É como quem quer afogar um gato num tanque de dez metros de profundidade: basta um!

José Carlos de Assis é economista, professor e presidente do Instituto Desemprego Zero

Copyright © 2007 - DESAFIOS DO DESENVOLVIMENTO

É proibida a reprodução do conteúdo desta página em qualquer meio de comunicação sem autorização.
Revista Desafios do Desenvolvimento - SBS, Quadra 01, Edifício BNDES, sala 1515 - Brasília - DF - Fone: (61)
2026-5334