

## A relação entre a política monetária e a gestão da dívida pública mobiliária no México: lições para o Brasil<sup>\*\*</sup>

Daniela Magalhães Prates<sup>†</sup>  
Nicholas Blikstad<sup>‡</sup>

### Resumo

A estratégia de acumulação preventiva de reservas cambiais pelas economias emergentes após as crises financeiras dos anos 1990 pode ser considerada uma resposta racional dos respectivos bancos centrais devido à sua inserção assimétrica no sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo. Essa estratégia reduz a vulnerabilidade dessas economias aos ciclos de fluxos de capitais, mas tem como efeito colateral negativo a expansão da liquidez no mercado monetário, resultando na necessidade de recorrentes operações de esterilização ancoradas (direta ou indiretamente) em títulos públicos. No caso do Brasil, as operações compromissadas são o principal instrumento nessas operações, suscitando um intensivo debate sobre os instrumentos alternativos que poderiam minimizar os efeitos adversos das intervenções cambiais sobre as políticas monetária e fiscal. Este artigo pretende contribuir para esse debate mediante o estudo de caso do México. A perspectiva comparativa revelou que a autoridade monetária mexicana utiliza instrumentos diferentes dos vigentes no Brasil, que aumentaram a eficácia e o raio de manobra da gestão do excesso de liquidez internacional, além de permitir a distinção e tornar transparentes os custos das políticas monetária e fiscal.

**Palavras-chave:** política monetária, operações compromissadas, dívida pública mobiliária, reservas internacionais, economias emergentes.

### Abstract

The strategy of preventive accumulation of exchange reserves by emerging economies after the financial crises of the 1990s can be considered a rational response of the respective central banks due to their asymmetric insertion in the contemporary international monetary and financial system. This strategy reduces the vulnerability of these economies to capital flow cycles, but has as a negative side effect the expansion of liquidity in the money market, resulting in the need for recurring sterilization operations anchored (directly or indirectly) in government securities. In the case of Brazil, reverse repos operations are the main instrument in these operations, provoking an intensive debate on alternative instruments that could minimize the adverse effects of foreign exchange interventions on monetary and fiscal policies. This article aims to contribute to this debate through the case study of Mexico. The comparative perspective revealed that the Mexican central bank uses instruments different from those in force in Brazil, which increased the efficiency and scope of the management of international liquidity, besides enabling the distinction and giving transparency to the costs of monetary and fiscal policies.

**Key-words:** monetary policy, repos operations, public securities debt, international reserves, emerging economies.

**JEL Classification:** E52, E58, F6

---

\* Este artigo é um resumo do estudo técnico “A relação entre o Tesouro Nacional e o Banco Central na gestão da dívida pública mobiliária do México”, realizado no âmbito do programa “Diagnóstico, Perspectivas e Alternativas para o Desenvolvimento do Brasil” do Instituto de Pesquisas Econômicas Aplicadas (IPEA) sob coordenação de Cláudio Hamilton Matos dos Santos.

<sup>†</sup> Professora Associada do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE/Unicamp) e pesquisadora do CNPq. Email: prates@unicamp.br

<sup>‡</sup> Doutorando do IE/Unicamp. nicholas.blikstad@gmail.com.

## 1. Introdução

As economias periféricas ou em desenvolvimento inseriram-se no processo de globalização financeira<sup>1</sup> a partir do início dos anos 1990, convertendo-se em economias “emergentes”. Naquele momento, predominavam os regimes de câmbio administrado (fixo ou bandas cambiais), que se revelaram extremamente vulneráveis a ataques especulativos e culminaram em sucessivas crises financeiras entre 1994 e 2002. Após essas crises, a maioria dessas economias adotou, *de jure*, regimes de câmbio flutuante. Todavia, *de facto*, o regime que se tornou hegemônico após as crises foi o de flutuação suja, com graus diferenciados de intervenção (Levy-Yeyati e Sturzenegger, 2005). As intervenções sistemáticas dos bancos centrais nos mercados de câmbio estão associadas ao “medo de flutuar” (*fear of floating*) – em função seja da busca de um patamar competitivo para a taxa de câmbio, seja do efeito inflacionário das depreciações cambiais (“medo de depreciar” e “medo de apreciar”, respectivamente) - e/ou à acumulação preventiva de reservas cambiais (Calvo e Reinhart, 2002; Aizenman e Lee, 2005).

Este último objetivo, denominado de “demanda precaucional” por reservas, pode ser entendido como uma estratégia racional das autoridades monetárias dos países emergentes que são especialmente vulneráveis aos ciclos de *boom* e *bust* de fluxos de capitais devido à sua inserção assimétrica no sistema monetário e financeiro internacional (SMFI) contemporâneo. Neste sistema, que é um arranjo institucional hierarquizado em torno de uma divisa-chave, além da posição superior do dólar financeiro, flexível e fiduciário, a divisa-chave desse sistema, há igualmente assimetrias entre as moedas dos demais países centrais (que exercem, de forma secundária, as três funções da moeda em âmbito internacional) e dos países emergentes, que são incapazes de desempenhar, mesmo de forma marginal, essas funções. A assimetria monetária decorrente da posição de cada país na hierarquia de moedas somada às assimetrias financeiras do SMFI contemporâneo<sup>2</sup> resultam, por sua vez, tanto na maior vulnerabilidade desses países àqueles ciclos como numa assimetria macroeconômica, ou seja, se reflete num menor grau de autonomia da política macroeconômica nesses últimos países (Andrade e Prates, 2013; Prates, 2005).

Uma das principais manifestações dessa assimetria é exatamente a necessidade de ampliar a capacidade potencial de sustentação da liquidez externa em momentos de reversão dos fluxos de capitais (isto é, um colchão de segurança” em moeda estrangeira). Isto porque, as compras oficiais de divisas, que ampliam o ativo do banco central, têm como efeito colateral negativo a expansão da liquidez no mercado monetário. Esta, por sua vez, resulta na necessidade de recorrentes operações de esterilização para a manutenção da meta da taxa de juros de curto prazo do banco central. Ou seja, a resposta da política cambial à inserção assimétrica no SMFI contemporâneo contamina a política monetária e, conseqüentemente, a relação entre o banco central e o Tesouro, já que os títulos públicos são um dos instrumentos-chave dessas operações nos países avançados e emergentes (seja mediante venda/compra direta no mercado aberto, seja por meio de operações compromissadas; Bindseil, 2004 e Macedo e Silva, 2017).

Se, por um lado, esses desafios comuns enfrentados pelas economias na gestão de suas políticas cambial, monetária e de dívida pública já foram objeto de reflexão no âmbito do

---

<sup>1</sup> A globalização financeira refere-se à eliminação das barreiras internas entre os diferentes segmentos dos mercados financeiros, somada à interpenetração dos mercados monetários e financeiros nacionais e sua integração aos mercados globalizados (Chesnais, 1996).

<sup>2</sup> Como destaca Prates (2005), essas assimetrias referem-se, por um lado, à preponderância de fatores externos na determinação dos fluxos de capitais para os países emergentes e, por outro lado, a sua inserção marginal nesses fluxos.

*mainstream* e da heterodoxia (por exemplo, Archer, 2009 e Paula et al., 2017, respectivamente), por outro lado poucos estudos dedicaram-se à identificação dos arranjos institucionais específicos adotados por cada país para neutralizar o impacto monetário das intervenções cambiais. Uma exceção é a experiência brasileira, que despertou o recentemente o interesse de economistas de diferentes matizes teóricas (Bittencourt, 2013; Salto e Ribeiro, 2015; Bacha, 2016; Mendes, 2016; Rezende, 2016; Macedo e Silva e De Conti, 2017; Pellegrini, 2017) devido ao expressivo crescimento das operações compromissadas e seu efeito expansionista sobre a dívida pública bruta a partir de fevereiro de 2008<sup>3</sup>. Esses estudos mostram que essas operações são o principal instrumento utilizado pelo Banco Central do Brasil (BCB) para esterilizar o impacto no mercado monetário da variação nas reservas cambiais, suscitando um intensivo debate sobre os instrumentos alternativos que o BCB poderia utilizar para atingir o mesmo objetivo sem desdobramentos adversos sobre a política monetária e fiscal, ou seja, ampliando a autonomia da política macroeconômica.

Este artigo pretende contribuir para esse debate mediante o estudo de caso do México. Com base num dos critérios de escolha de amostra em pesquisas comparativas em ciências sociais, denominado “*most similar case*” (Collier, 1993; George e Bennet, 2004), a escolha desse país justifica-se não somente pela sua inserção similar à do Brasil no SMFI contemporâneo (ou seja, países cujas moedas posicionam-se no piso da hierarquia de moedas), mas também pelas seguintes semelhanças: (i) ser o país latino-americano com perfil econômico (dimensão e grau de industrialização) mais semelhante ao do Brasil, cuja trajetória no pós-Segunda Guerra Mundial caracterizou-se, igualmente, por um processo de industrialização com alto grau de intervenção do Estado nas esferas produtiva e financeira e participação dos capitais privados nacional e estrangeiro (ou seja, numa estrutura de financiamento de “tripé”); (ii) após as respectivas crises financeiras dos anos 1990 (dezembro de 1994 no México e janeiro de 1999 no Brasil), ambos países adotaram regimes macroeconômicos ancorados na flutuação cambial suja, no sistema de metas de inflação e numa política fiscal subordinada a regras definidas pelas respectivas leis de responsabilidade fiscal.

A análise da experiência mexicana focará a relação entre a forma de condução da política monetária<sup>4</sup> e a gestão da dívida pública mobiliária, com ênfase nas operações de esterilização do impacto monetário da variação das reservas internacionais. Procurar-se-á responder às seguintes perguntas: (i) quais mecanismos utilizados pelo banco central mexicano nessas operações? (ii) quais são suas implicações para a dívida pública mobiliária? Assim, a perspectiva comparativa permitirá identificar se o México utiliza instrumentos diferentes dos vigentes no Brasil e, em caso afirmativo, se seu efeito sobre essa dívida é menos intenso do que os aqui verificados. Com isso, o estudo de caso em tela fornecerá subsídios para a formulação de recomendações de política para esta dimensão específica da relação entre as autoridades monetária e fiscal.

Os argumentos estão organizados da seguinte forma. Após essa introdução, na segunda seção é realizado um resgate histórico da evolução da institucionalidade da política monetária e da gestão da dívida pública mobiliária interna no México do início da década de 1980 até 1994. Na terceira seção discorre-se sobre a interação entre a política monetária e a gestão da dívida pública mobiliária interna entre 1995 e 2015 em quatro subseções. As duas

---

<sup>3</sup> Neste mês, o governo deixou de seguir o padrão internacional de cálculo da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) e substituiu a carteira de títulos públicos do Banco Central (incluída nesse padrão) pelas operações compromissadas no cômputo dessa dívida (Pellegrini, 2017).

<sup>4</sup> A operacionalidade ou *modus operandi* da política monetária refere-se a sua forma de condução (em inglês, *implementation*). Assim, os termos “operacionalidade”, *modus operandi* e “forma de condução” serão utilizados como sinônimos neste artigo.

primeiras (3.1 e 3.2) traçam um panorama geral dessa nova forma de condução da política monetária e do mercado de dívida pública mobiliária, enquanto a seção 3.3 debruça-se sobre o acúmulo de reservas internacionais e as operações de liquidez do Banxico<sup>5</sup> entre 1995 e 2015. Nas considerações finais, são apresentadas as lições da experiência mexicana para a gestão da política monetária no Brasil.

## **2. Evolução da institucionalidade da política monetária e da gestão da dívida pública mobiliária no México entre o início da década de 1980 e 1994**

Desde a criação do Banxico, em 1925, até o início dos anos 1980, os principais instrumentos da política monetária no México foram controles quantitativos (como requerimentos obrigatórios de reservas e fixação das taxas de juros dos depósitos e empréstimos), fundos fiduciários (*trust funds*)<sup>6</sup> e operações de redesconto no âmbito de um sistema monetário e financeiro regulado, dominado por bancos e sujeito a diversas regras sobre as operações ativas e passivas dessas instituições financeiras (Levy, 2012). Ou seja, a política monetária atuava mais como uma política financeira, garantindo a alocação de crédito dos bancos com carteira comercial a setores selecionados do governo. Esse padrão somente era viável em função da ampla regulação monetária e financeira interna, bem como do pequeno grau de abertura financeira.

De acordo com alguns autores (como Levy, 2012), o processo de desmontagem desse padrão teria se iniciado na segunda metade dos anos 1970 com duas medidas: em 1976, os requerimentos obrigatórios de reservas foram simplificados<sup>7</sup>; e, em 1978, o mercado de títulos públicos foi criado, com a emissão pelo governo federal do primeiro título público de renda fixa denominado em pesos, o Certificado de la Tesorería de la Federación (Cetes), um papel de curto prazo. Essas duas medidas, contudo, foram pontuais e não alteraram o *modus operandi* da política monetária.

Na perspectiva aqui adotada, esse processo foi inaugurado em 1982 em função da combinação de dois eventos, que evidenciam a importância da gestão da dívida pública mobiliária interna e das reformas liberalizantes para a forma de condução da política monetária. O primeiro deles foi o surgimento do mercado secundário de Cetes, com a autorização de lances pelas corretoras e pelos bancos (por intermédio das corretoras) nos leilões públicos desses títulos<sup>8</sup>. A partir de então, o Banxico começou gradualmente a utilizar títulos públicos negociáveis na condução da política monetária, estimulando o desenvolvimento do mercado secundário. O segundo evento foi a assinatura da primeira Carta de Intenções com o FMI em novembro de 1982 no âmbito da crise da dívida externa, que eclodiu em agosto do mesmo ano com a moratória do México. Essa carta, cujos termos foram negociados pelo economista de Yale e Ministro da Fazenda Silva Herzog, já delineava o ajuste fiscal e as reformas liberalizantes que seriam sancionadas e ampliadas pelo *Plano Nacional de Desarrollo*, lançado pelo presidente Miguel de la Madrid (1983-88). Diante da situação de restrição externa enfrentada pela economia mexicana, em 1982, esse processo foi postergado para o final da década de 1980, com uma transição gradual que se arrastaria até a década de 1990 (Garriga, 2010).

---

<sup>5</sup> De acordo com o glossário do Banxico (<http://www.banxico.org.mx/divulgacion/glosario/glosario.html>), o termo liquidez se refere ao excesso ou falta de recursos nas contas correntes dos bancos com carteira comercial com o banco central.

<sup>6</sup> Fundos públicos de financiamento, um dos instrumentos do sistema de crédito direcionado.

<sup>7</sup> De acordo com Levy (2012), essa mudança teria contribuído para o aumento do *market share* dos bancos universais e, conseqüentemente, do seu *political power vis-à-vis* o governo.

<sup>8</sup> De 1978 a 1982, o governo determinava a taxa de juros dos leilões no mercado primário, dominados por títulos de curto prazo e com pequeno número e volume de transações (Sidaoui, 2002).

De fato, a transição para a forma de condução da política monetária hoje vigente, que abrange, dentre outros instrumentos, operações com títulos públicos, foi bastante lenta. Seu ritmo foi ditado pelas condições macroeconômicas (como o patamar da inflação, o grau de vulnerabilidade externa e a situação fiscal), que sofreram influência decisiva da dinâmica da economia internacional e condicionaram o raio de manobra dos gestores de política econômica. No período 1982-1994, quatro processos foram fundamentais para viabilizar essa transição, quais sejam: (i) as alterações na Lei Orgânica do Banxico; (ii) as mudanças na relação entre a autoridade monetária e os bancos com carteira comercial; (iii) a criação de novos títulos públicos e o desenvolvimento dos respectivos mercados secundários e; (iv) a abertura financeira.

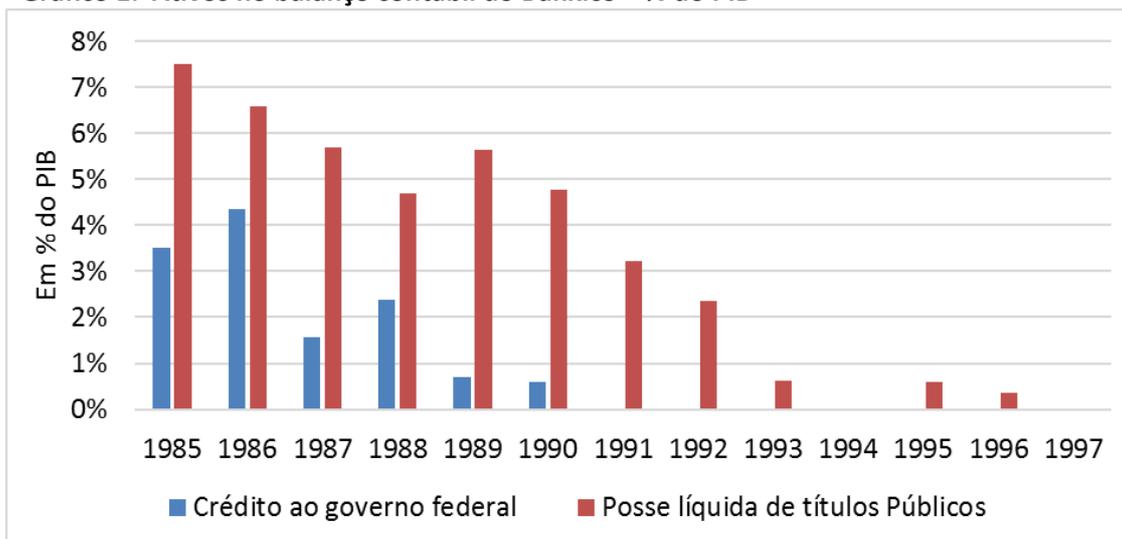
Duas alterações na Lei Orgânica do Banxico são de extrema importância para compreender tanto a evolução da institucionalidade da política monetária rumo às consideradas *best practices* internacionais como a sua interação com a gestão da dívida pública mobiliária interna. A primeira ocorreu com as modificações na Lei Orgânica do Banxico em 1985, que permitiram ao banco central fixar um limite ao financiamento público e emitir títulos de dívida próprios para intervir no mercado monetário. Esse limite tornou-se zero em 1989, extinguindo o financiamento monetário do Tesouro mexicano (ver Gráfico 1). Já a prerrogativa de emitir seus próprios títulos foi colocada em prática somente 15 anos depois, em 2000 (ver seção 3). De acordo com Sidaoui (2002), essa primeira alteração na lei do Banxico teve como objetivo estimular o desenvolvimento do mercado de títulos públicos.

A segunda alteração, ainda mais importante, nessa lei, foi realizada no segundo semestre de 1993, com duas implicações inter-relacionadas para a forma de condução da política monetária. Em primeiro lugar, mediante emendas aos artigos 28, 73 e 123 da Constituição, foi fixado que o objetivo primordial do Banxico é a estabilidade do poder de compra da moeda (ou seja, o controle da inflação) e instituída a autonomia operacional no exercício das suas funções e administração, inclusive em relação ao financiamento do Estado. Segundo o artigo 28 *“ninguna autoridad podrá ordenar al banco conceder financiamiento”* (Garriga, 2010). Como decorrência, a venda/compra definitiva de títulos federais deixou de ser utilizada nas operações de política monetária e a posse líquida desses títulos por parte do Banxico tornou-se zero<sup>9</sup> (ver gráfico 1). Em segundo lugar, foi regulamentado, pelos artigos 7º e 9º, um novo instrumento de política monetária, os Depósitos de Regulação Monetária com Títulos Públicos Federais (DTPF) (em espanhol, *Operaciones de Regulación Monetaria de Valores Gubernamentales*), que também foram incluídas no contrato de agente financeiro entre o Banxico e o Tesouro (Banxico, 2014) e passaram a ser utilizados a partir de 1998 (ver seção 3).

---

<sup>9</sup> A única exceção foi uma operação em 1995 e 1996 associada à crise bancária.

**Gráfico 1. Ativos no balanço contábil do Banxico – % do PIB**



Fonte: Banxico. Elaboração própria.

No que tange à mudança na relação entre a autoridade monetária e os bancos com carteira comercial, únicas instituições financeiras que atuam no mercado de reservas bancárias, dois processos principais destacam-se: (i) a desregulação monetária e financeira; e (ii) a privatização dos bancos, que haviam sido estatizados no contexto da crise da dívida externa em 1982. Com o alívio da situação externa em 1987, iniciou-se a desmontagem do sistema bancário nacionalizado e regulado. Foi exatamente nesse ano que a desregulação monetária e financeira teve início, sendo sucedido pela desnacionalização *da banca privada*.

O processo de desregulação monetária e financeira da economia mexicana ocorreu entre 1987 e 1991. As principais medidas foram: (i) em 1988, foram autorizados novos instrumentos de captação bancária, não sujeitos a restrições de prazos ou taxas, e eliminadas progressivamente as “barreiras de entrada” dos bancos em segmentos antes exclusivos aos intermediários não bancários; por exemplo, os bancos foram autorizados a conceder avais bancários sobre papéis comerciais e a realizar operações compromissadas com garantia em ações, que eram até aquele ano um instrumento de captação exclusivo das corretoras; outra medida importante foi a permissão da atuação direta dos bancos comerciais e de desenvolvimento no mercado secundário de títulos públicos em 1990, o que se tornou fundamental após a eliminação dos coeficientes de liquidez (Freitas e Prates, 1998; Sidaoui, 2002); (ii) em março de 1989, foram eliminados os empréstimos obrigatórios ao governo federal e setores subsidiados, bem como as reservas obrigatórias (Freitas e Prates, 1998; Razú, 1994).

Assim, como resultado dos processos de desregulação monetária e financeira e de privatização dos 18 bancos estatais, concluído em junho de 1990, a partir de 1991 o Banxico passou a interagir no mercado monetário com bancos privados com carteira comercial, não sujeitos a reservas obrigatórias ou coeficientes de liquidez e aptos a atuar diretamente no mercado secundário de títulos públicos, sem a intermediação pelas corretoras.

A abertura financeira também estimulou o desenvolvimento do mercado secundário de títulos públicos. O principal pilar dessa abertura foi a permissão das aquisições por parte dos investidores não residentes do principal título do mercado de dívida pública, os Cetes, que se tornaram os principais instrumentos de atração dos fluxos de capitais estrangeiros entre 1991 e 1993 (Freitas e Prates, 1998).

Os processos sintetizados acima impulsionaram o desenvolvimento do mercado de títulos públicos<sup>10</sup> e resultaram na consolidação de um novo marco institucional que passou a reger a relação entre o Banxico, o Tesouro mexicano e os bancos com carteira comercial (além de suas relações com o setor externo). Esse marco, por sua vez, foi uma pré-condição para as formas de condução da política monetária e de sua interação com a gestão da dívida pública mobiliária interna adotadas a partir de 1995, como será analisado na próxima seção.

### **3. A interação entre a política monetária e a gestão do mercado de dívida pública mobiliária entre 1995 e 2015**

Esta seção tem como principal objetivo analisar a interação entre a política monetária e a gestão da dívida pública mobiliária interna no México no período 1995-2015. Todavia, para compreender essa interação (subseção 3.3), é importante apresentar algumas características dessas duas instâncias de política entre 1995 e 2015

#### **3.1. A forma de condução da política monetária a partir de 1995**

A crise cambial mexicana de dezembro de 1994 teve duas implicações para a política monetária no México. A primeira foi a mudança na sua estratégia simultaneamente à adoção do regime de câmbio flutuante. A partir de 1995, o controle da inflação, objetivo exclusivo dessa política estabelecido pela Lei Orgânica do Banxico de 1993, passou a ser perseguido por meio de âncoras monetárias (metas quantitativas ou para a taxa de juros de curto prazo), em substituição à âncora cambial vigente no período anterior. A segunda foi a crise bancária que eclodiu em consequência da crise cambial, cuja resolução envolveu o aumento da presença dos bancos estrangeiros<sup>11</sup>, bem como a utilização e criação de mecanismos para o ajuste e reestruturação do sistema bancário mexicano, que tiveram impacto no balanço do Banxico. Para os propósitos deste artigo, a primeira implicação é a mais relevante em função do seu impacto na forma de condução da política monetária. A crise bancária foi um fenômeno conjuntural, que contaminou, principalmente, os chamados fatores autônomos do lado do ativo e do passivo desse balanço.

Entretanto, a política atualmente predominante de âncora monetária, o sistema de metas de inflação, não foi adotada simultaneamente (ou com uma pequena defasagem temporal) ao regime de flutuação cambial<sup>12</sup>. No caso do México, esse sistema entrou em vigor oficialmente apenas no Programa Monetário de 2001, ou seja, seis anos após a mudança no regime de câmbio<sup>13</sup>. Além disso, essa estratégia de política monetária não significou a adoção imediata do controle da taxa de juros de curto prazo como sua meta operacional, que ocorreu *de facto* em 2004/2005 e *de direito* em 2008. Do ponto de vista da forma de condução da política monetária, é possível identificar três principais fases no período 1995-2015.<sup>14</sup>

A primeira forma vigorou de janeiro de 1995 a abril de 2003, quando o Banxico adotou um sistema de metas quantitativas como instrumento de política monetária, baseado nos

---

<sup>10</sup> Além dos Cetes, os bancos e os investidores residentes e não residentes passaram a contar com um leque maior de opções de aplicação em termos de rentabilidade e prazos, como os *Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal* (Bondes), substituídos, em agosto de 2006, pelos *Bonos D*; e os *Bonos de la Tesorería de la Federación* (Tesobonos), título indexado à taxa de câmbio, criados em 1989 e extintos em 1996.

<sup>11</sup> Ver Freitas e Prates (2008).

<sup>12</sup> No Brasil o regime de câmbio flutuante foi adotado em janeiro de 1999 e o sistema de metas de inflação em junho desse mesmo ano.

<sup>13</sup> Sobre o sistema de metas de inflação do México, ver Garrida (2010), Levy (2012) e Carrasco e Ferreira (2013).

<sup>14</sup> Informações extraídas de informes e relatórios disponíveis no site do Banxico.

saldos acumulados das contas correntes dos bancos no seu passivo. Mais especificamente, a autoridade monetária mexicana determinava que os saldos acumulados de 28 dias dessas contas deveriam ser iguais à zero. Assim, o Banxico estabeleceu uma política monetária com o objetivo de manter as reservas emprestadas iguais a zero, sem determinar níveis específicos de taxas de juros e de câmbio. Com o intuito de aplicar uma política monetária restritiva, o Banxico indicava que não disponibilizaria recursos, à taxa de juros de referência (Cetes de 28 dias<sup>15</sup>), para que a posição agregada dos bancos terminasse zerada. Ao final do período, alguns bancos necessariamente estariam em uma posição deficitária, obrigados a tomar recursos a uma taxa punitiva (duas vezes a taxa de referência), pressionando para o aumento do custo do dinheiro (Martínez et al, 2000). Foi essa orientação restritiva, conhecida como *corto*, que predominou nesse período. Apesar da existência de uma meta quantitativa, o objetivo geral era poder influenciar o direcionamento da taxa de juros, por meio do canal das expectativas. De acordo com Banxico (2010), optou-se por esse instrumento de política monetária devido ao contexto de taxa de inflação elevada e volatilidade nos mercados que se seguiu à crise gêmea de 1994/95, que tornava difícil o estabelecimento de uma meta de taxa de juros de curto prazo. Para o funcionamento desse sistema, era imprescindível manter o sistema bancário em déficit estrutural em relação ao Banxico.

A segunda fase, de maio de 2003 até dezembro de 2008, caracterizou-se pela adoção do instrumento de política monetária de saldos diários<sup>16</sup>, em que os bancos deveriam buscar zerar suas contas correntes junto ao Banxico ao final de cada dia (e não mais no acumulado de 28 dias). Esse período pode ser compreendido como uma transição para a adoção *de direito* da meta para a taxa de juros de curto prazo, a partir de 2008. Após abril de 2004, em caráter complementar aos saldos diários e ao anúncio da orientação da política monetária (restritiva, o *corto*)<sup>17</sup>, o Banxico começou a sinalizar de forma mais precisa o patamar desejado da taxa de juros *overnight* do mercado interbancário (a *tasa de fondeo interbancário*) e, a partir de agosto de 2005, passou a indicar nos seus comunicados o valor específico dessa taxa considerado adequado àquela orientação. Ou seja, a partir de então, essa taxa tornou-se, *de facto*, a meta operacional da política monetária. Consequentemente, a sua volatilidade diminuiu significativamente a partir de meados de 2004 (ver gráfico 2).

A terceira fase, a partir de 2008, foi marcada pela adoção *de direito* do controle da taxa de juros de curto prazo (*tasa de fondeo interbancária*) como meta operacional de política monetária. Em outras palavras, a partir do início de 2008, essa taxa se tornou a *policy rate* e a forma de condução dessa política aproximou-se do padrão vigente nos países avançados (bem como nos países emergentes que adotam o regime de metas de inflação), qual seja, o controle da taxa de juros de curto prazo da economia por parte do banco central.<sup>18</sup>

A terceira fase, a partir de 2008, foi marcada pela adoção *de direito* do controle da taxa de juros de curto prazo (*tasa de fondeo interbancária*) como meta operacional de política monetária. Em outras palavras, a partir do início de 2008, essa taxa se tornou a *policy rate* e a forma de condução dessa política aproximou-se do padrão vigente nos países avançados (bem como nos países emergentes que adotam o regime de metas de inflação), qual seja, o controle da taxa de juros de curto prazo da economia por parte do banco central.<sup>19</sup>

---

<sup>15</sup> Informações extraídas de informes e relatórios disponíveis no site do Banxico.

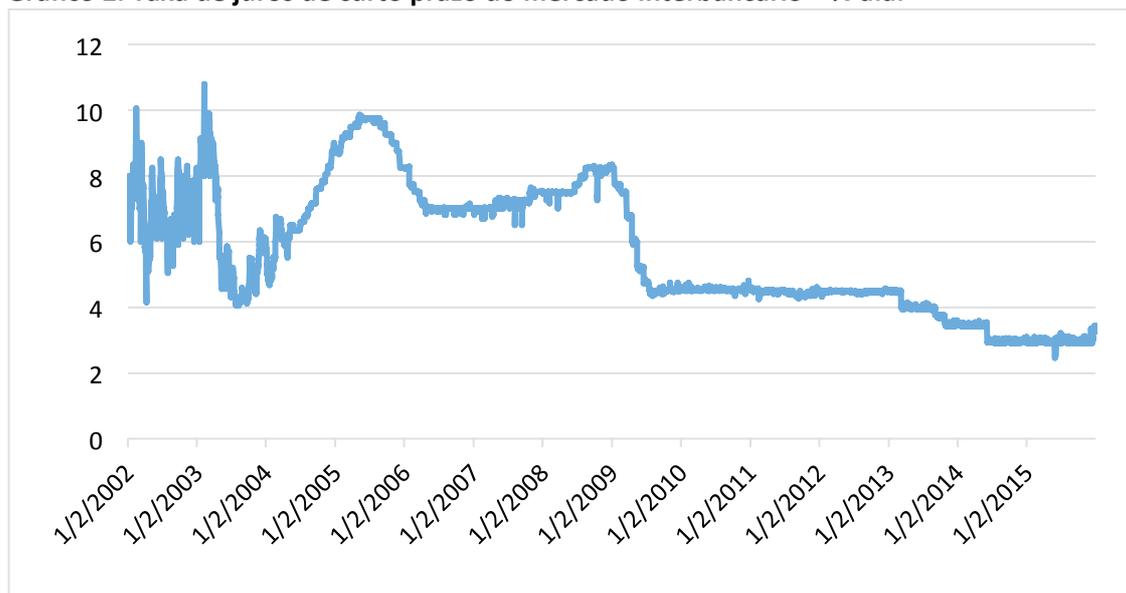
<sup>16</sup> Informações extraídas de informes e relatórios disponíveis no site do Banxico.

<sup>17</sup> "A partir de 2003, o Banxico passou a anunciar essa orientação em datas pré-estabelecidas, e não a qualquer momento, como realizado até então.

<sup>18</sup> Para maiores detalhes, ver Bindseil (2004).

<sup>19</sup> Para maiores detalhes, ver Bindseil (2004).

**Gráfico 2. Taxa de juros de curto prazo do mercado interbancário – % a.a.**



Fonte: Banxico. Elaboração própria.

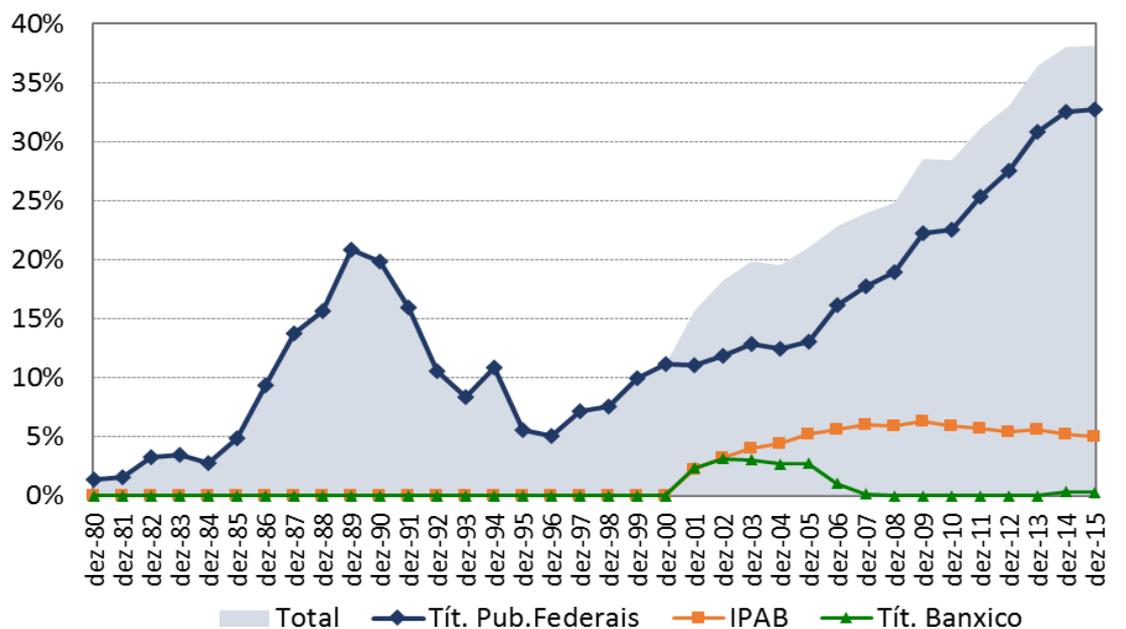
### **3.2. O mercado de dívida pública mobiliária**

O mercado de dívida pública mobiliária interna do México é composto desde o ano 2000 por três tipos de títulos “livres de risco”: (i) os títulos do governo federal (emitidos pela *Secretaria de Hacienda y Crédito Público* – SHCP, com alguns desses títulos contribuindo para a implementação da política monetária; (ii) os títulos do *Instituto para la Protección al Ahorro Bancario* (IPAB)<sup>20</sup>, instituição de seguro de depósito criada em 1999, também responsável pela gestão da dívida resultante do resgate do sistema bancário na crise de 1995<sup>21</sup>; e (iii) os títulos do Banxico, denominados *Bonus de Regulación Monetaria* (BREMS), cujo objetivo é regular a liquidez no mercado monetário e, com isso, auxiliar a gestão da política monetária; assim como no caso do IPAB, a primeira emissão de BREMS ocorreu no ano 2000 (ver gráfico 3).

<sup>20</sup> Criado em 1999, suas funções se encontram reguladas pela *Ley de Protección al Ahorro Bancario* e pela *Ley de Instituciones de Crédito* (LIC). Além de disponibilizar seguros de depósitos, assumiu algumas operações de resgate financeiro dos bancos e as atividades do FOBAPROA (*Fondo Bancario de Protección al Ahorro*) e do FAMAVEL (*Fondo de Apoyo al Mercado de Valores*).

<sup>21</sup> O IPAB substituiu o Fondo Bancario de Protección al Ahorro (Fobaproa), instituído em 1990, simultaneamente à privatização dos bancos, para fazer frente a eventuais desequilíbrios patrimoniais do sistema bancário. Todavia, somente em 1995, em função da crise bancária, ele foi utilizado e obteve financiamento junto do Banxico.

**Gráfico 3. Títulos públicos em circulação - % do PIB (1980-2015)**



Fonte: Banxico. Elaboração própria.

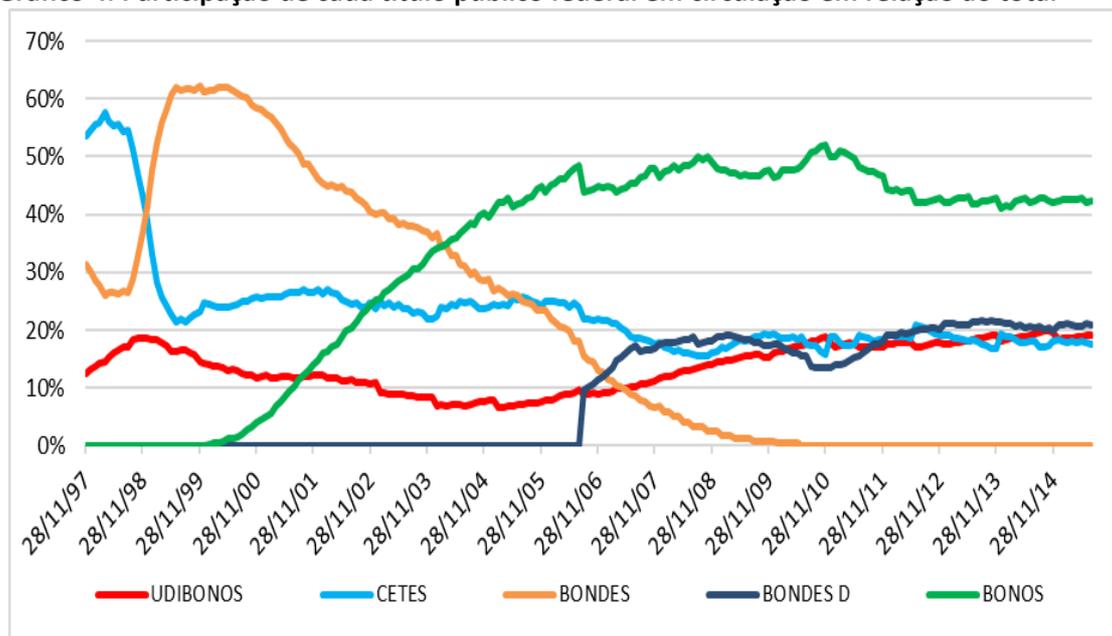
No gráfico 4 é possível visualizar a participação de cada título público federal no total a partir de 1997, quando se inicia a utilização desses títulos nos depósitos de regulação monetária (ver subseção 3.3). Duas fases distintas na composição da dívida pública federal mobiliária podem ser identificadas. A primeira fase, do final de 1997 até o início de 2008, foi marcada por uma expressiva mudança na composição dessa dívida. Após uma rápida queda da participação dos Cetes (taxa de rendimento implícita, pré-fixado, e prazo entre 1 e 12 meses) e um forte aumento da participação dos Bondes<sup>22</sup>, entre 1997 e 1999 iniciou-se o processo, que se estendeu até 2008, de substituição do Bondes pelos Bonos<sup>23</sup>, que se torna o título com maior participação a partir do final de 2003.

No segundo período, a partir de 2008, há uma maior estabilização na participação de cada título em relação ao total, além de uma queda do ritmo de aumento médio do prazo de vencimento dos títulos. Entre meados de 2011 e final de 2015, o perfil da dívida pública mobiliária se estabilizou, com cerca de 60% do total em títulos pré-fixados nominalmente: Cetes (20%); Bonos (40%); 20% em títulos pós-fixados nominalmente, os Bondes D (com papel de destaque nos depósitos de regulação monetária, analisados na subseção 3.3), com as mesmas características dos Bondes; , 20% de Udibonos, títulos que mantêm a taxa de juros real fixa, ou seja, oferecem proteção contra a inflação (os Udibonos podem ser emitidos com prazos de 3,10 e 30 anos).

<sup>22</sup> *Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal*, com rendimento ponderado pelo funding bancário do período (ou seja, pós-fixado) e prazos de vencimento variando entre 3,5 e 7 anos

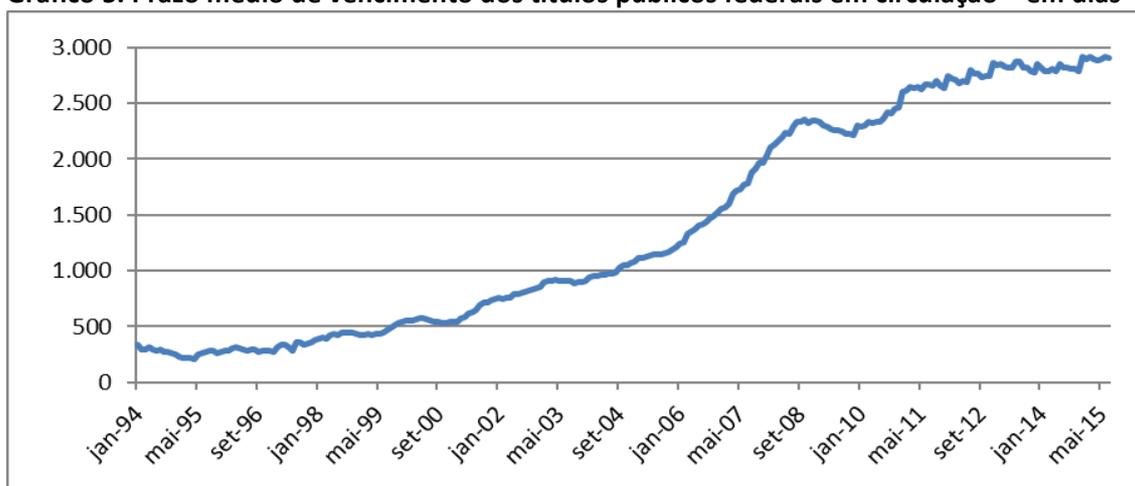
<sup>23</sup> *Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal com Tasa de Interés Fija*, com taxa de juros fixada no momento de emissão e prazo podendo variar entre 3,5,10, 20 e 30 anos.

**Gráfico 4. Participação de cada título público federal em circulação em relação ao total**



Fonte: Banxico. Elaboração própria.

**Gráfico 5. Prazo médio de vencimento dos títulos públicos federais em circulação – em dias**



Fonte: Banxico. Elaboração própria.

### 3.3. O acúmulo de reservas internacionais e as operações de liquidez do Banxico

A análise da interação entre a forma de condução da política monetária e a gestão da dívida pública mobiliária interna no arranjo institucional vigente no México desde 1995 será baseada nas informações extraídas do balanço contábil do Banxico organizado a partir da metodologia de Bindseil (2004)<sup>24</sup> e convertidas do seu valor em pesos correntes para

<sup>24</sup> Esse autor divide o balanço de um banco central ideal em fatores autônomos, operações de política monetária e reservas bancárias. As operações de política monetária referem-se às ações do banco central visando à busca da meta operacional, compensando as movimentações que ocorrem nos fatores autônomos e, assim, garantindo as condições de liquidez compatíveis com essa meta. Por fim, as reservas bancárias correspondem ao resultado das variações das condições de liquidez decorrentes do comportamento dos fatores autônomos e das operações de política monetária.

% do PIB (ver quadro 1). Todavia, como a autoridade monetária mexicana continuou utilizando no período em tela um leque mais amplo de instrumentos de política monetária que os considerados por esse autor, incluindo alguns não convencionais, foi necessário adaptar essa metodologia.

**Quadro 1. O balanço contábil do Banxico**

<b>ATIVO</b>	<b>PASSIVO</b>
<b>FATORES AUTÔNOMOS</b>	
<i>Injeção de liquidez</i>	<i>Absorção de liquidez</i>
Reservas Internacionais	Moeda em circulação
	Depósitos do governo federal
Associado à crise bancária de 1994 <sup>1</sup>	Associado à crise bancária de 1994 <sup>2</sup>
Outros ativos	Outros passivos <sup>3</sup>
<b>OPERAÇÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA</b>	
<i>Injeção de liquidez (curto prazo), por meio de Operações de mercado aberto e standing facilities</i>	<i>Absorção de liquidez (médio e longo prazo), por meio de Depósitos de regulação monetária</i>
Operações compromissadas	Depósitos compulsórios dos bancos comerciais e de desenvolvimento de prazo indeterminado (DBCD)
Crédito aos bancos	Depósitos do governo federal provenientes da venda definitiva de títulos públicos federais para fins de regulação monetária (DTPF)
	Títulos do Banxico

Fonte: Traduzido e adaptado de Bindseil (2004). Notas: 1. Inclui as seguintes rubricas do balanço contábil do Banxico: crédito aos *trust funds* oficiais, financiamento ao IPAB, crédito a FOBAPROA e títulos do IPAB. 2. Inclui os depósitos de organizações internacionais e os depósitos de FOBAPROA. 3. Inclui o resultado do Banxico

Como já mencionado, o *modus operandi* por excelência da política monetária (mesmo que implícito em alguns casos) é o controle da taxa de juros de curto prazo da economia por parte do banco central, independentemente da estratégia adotada. Como explica Bindseil (2004), a própria experiência dos países avançados nos anos 1970 e 1980 revelou que não faz sentido definir metas operacionais para variáveis sobre as quais as autoridades monetárias

têm pouco ou nenhum controle, caso dos agregados monetários. Em contrapartida, as taxas de juros de curto prazo podem ser controladas pelos bancos centrais (embora com um grau de controle variável, que depende da institucionalidade vigente, dentre outros fatores). Além disso, o controle desses agregados implica enorme volatilidade das taxas de juros, o que pode ameaçar a estabilidade financeira. Exatamente em função desses dois fatores (impossibilidade de controle e impacto negativo sobre o custo do dinheiro), os dois sistemas de metas quantitativas adotados no México após 1995 (saldos acumulados e diários) funcionavam, fundamentalmente, mediante o canal das expectativas e não por meio das variações efetivas das reservas bancárias. Mesmo assim, constata-se nesse país uma forte queda da volatilidade da taxa de juros a partir de 2004, quando o Banxico começou a sinalizar o direcionamento da taxa de juros, se aproximando do que o *mainstream* da economia e as instituições multilaterais consideram como melhores práticas de condução da política monetária.

Para a compreensão da atuação do Banxico (operações de absorção/injeção de liquidez) entre 1995 e 2015, é necessário, primeiramente, lançar um olhar sobre o comportamento do principal fator autônomo que ensejou as ações compensatórias das operações de política monetária: o acúmulo de reservas internacionais associado ao motivo precaucional.

Como mostra o Gráfico 6, com a abertura financeira realizada entre o final da década de 1980 e início da década de 1990, e após a crise mexicana de 1994, iniciou-se um longo período de acúmulo de reservas em moeda estrangeira por parte do Banxico. Contudo, é possível destacar três subperíodos distintos. O primeiro estendeu-se do início de 1995 até meados de 2008 – no limiar da eclosão da crise financeira global –, quando as reservas internacionais passaram de um patamar próximo a zero, em 1995, para mais de US\$ 80 bilhões em 2008. O segundo, entre meados de 2009 e final de 2014, caracterizou-se por um ritmo de acumulação superior (de um pouco menos de US\$ 80 para quase US\$ 200 bilhões no período de 5 anos), associado ao *boom* de fluxos de capitais para os países emergentes decorrente das políticas monetárias expansionistas (taxas de juros historicamente baixas e afrouxamento quantitativo) adotadas pelos bancos centrais dos países avançados após a crise de 2008<sup>25</sup>. O terceiro subperíodo foi marcado pela sinalização de normalização da política monetária americana por parte do *Federal Reserve* (banco central dos Estados Unidos) a partir do início de 2015, resultando na perda de reservas internacionais predominantemente aplicadas em títulos do governo americano.

O comportamento geral dos fatores autônomos (em % do PIB) no balanço contábil do Banxico, tanto pelo lado do ativo como do passivo, é apresentado no gráfico 7. Pelo lado do ativo, constata-se não só o acúmulo de reservas internacionais (de 5% do PIB em 1995 para 16,6% do PIB em 2015) como também a queda da importância dos outros itens ao longo do tempo: os outros ativos e os ativos associados à crise bancária de 1994. Contudo, a evolução das reservas internacionais requer uma análise mais detalhada por se tratar de um estoque que pode ser quantificado, seja em dólar, seja em peso.

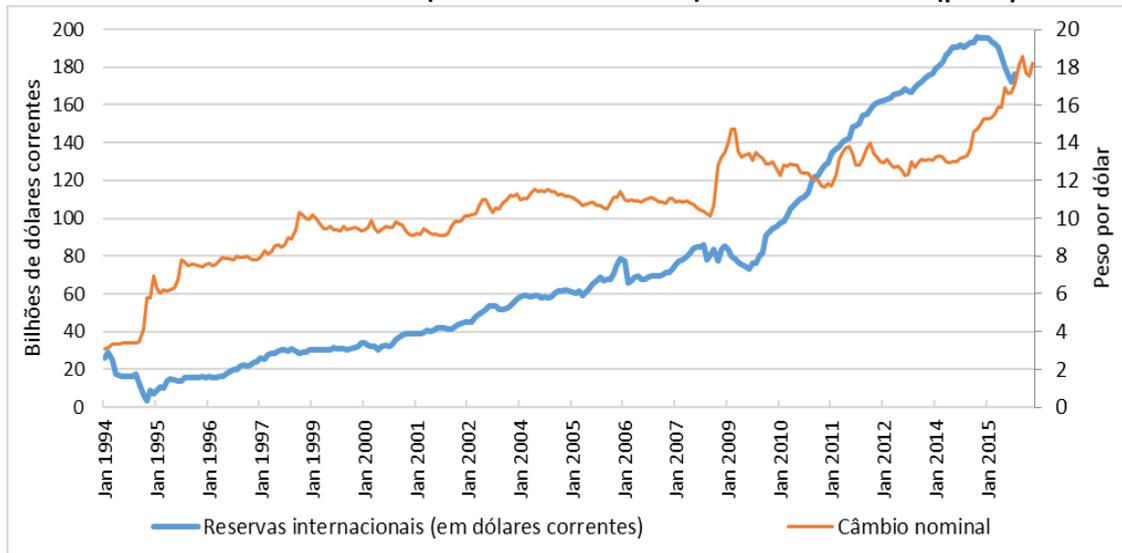
Comparando os gráficos 6 e 7, percebe-se que acúmulo dessas reservas em dólar apresenta um constante incremento nos dois primeiros subperíodos, o que não ocorre quando medido em pesos em % do PIB. Essa diferença decorre da variação cambial (gráfico 6). Ou seja, mesmo com uma queda do estoque de reservas internacionais, quantificado em pesos em % do PIB, entre 2003 e 2006 houve necessidade da esterilização do ingresso de dólares no país via operações de política monetária. Isso explica também o movimento mais recente, já que entre 2014 e 2015 ocorreu uma queda do estoque de reservas internacionais em dólar simultaneamente a um aumento em % do PIB quando quantificado em peso. A variação do

---

<sup>25</sup> Ver Gray e Pongsaparn (2015) e Sidaoui, Ramos-Francia e Cuadra (2011).

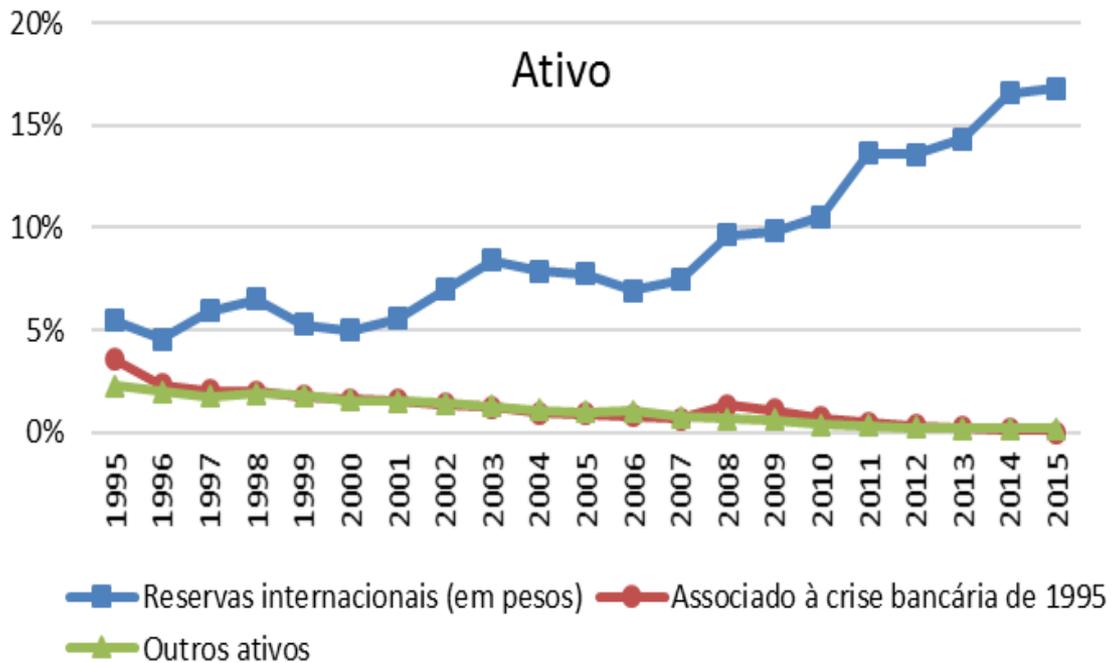
valor, em dólar, das reservas internacionais já adquiridas impactará no resultado do banco central, mas não nas operações de política monetária. Vale lembrar que o México adotou, na prática, um regime de flutuação suja após o colapso do regime de âncora cambial no final de 1994.

**Gráfico 6. Reservas Internacionais (em dólares correntes) e câmbio nominal (peso por dólar)**

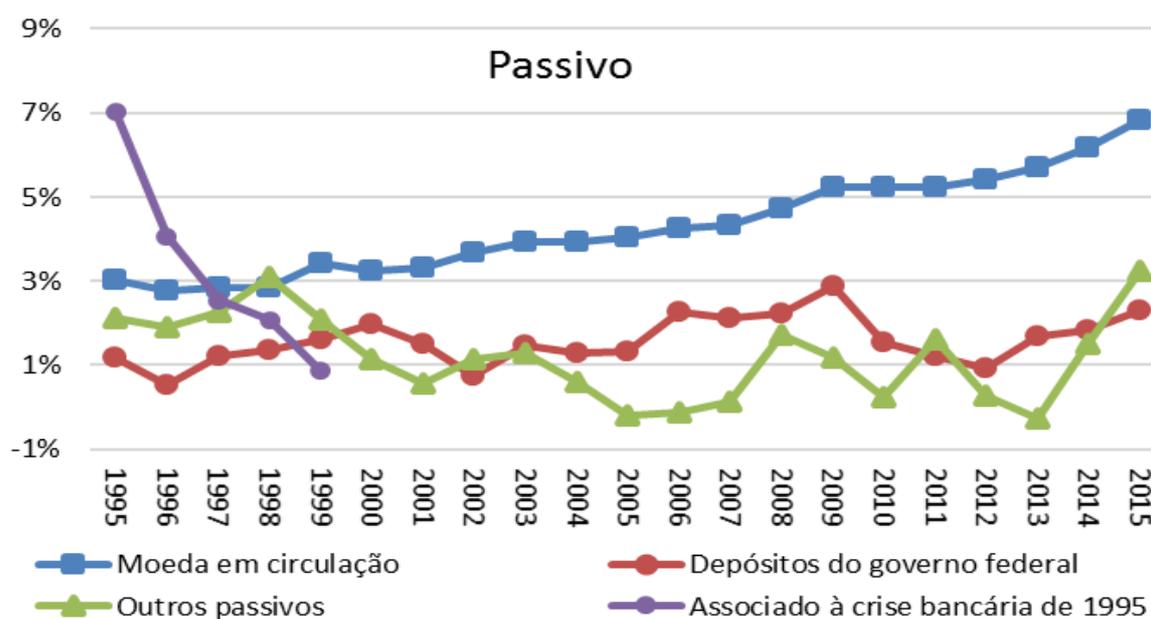


Fonte: Banxico. Elaboração própria.

**Gráfico 7. Fatores autônomos do Banxico – em % do PIB (1995-2015)**



Fonte: Banxico. Elaboração própria.



Fonte: Banxico. Elaboração própria.

Pelo lado do passivo dos fatores autônomos destaca-se o aumento, ao longo do período analisado, da rubrica “moeda em circulação” e a instabilidade do comportamento tanto dos “depósitos do governo federal” quanto dos “outros passivos”. Enquanto modelos estatísticos auxiliam a monitorar os efeitos da primeira na liquidez, o artigo 12 da Lei do Banxico de 1993 estabelece a necessidade de o governo federal anunciar, com 24 horas de antecipação, as movimentações que realizará nesses depósitos, o que contribui para a previsibilidade na implementação da política monetária. A rubrica “outros passivos” inclui o resultado do Banxico. Percebe-se – nos gráficos 6 e 7 – uma forte correlação positiva entre a variação cambial e a rubrica “outros passivos”, já que uma desvalorização (valorização) cambial aumenta (diminui) o valor em pesos de determinado estoque de reservas internacionais, contribuindo para ganhos (perdas) do Banxico. Como um prejuízo do Banxico implica um patrimônio líquido negativo, é possível que essa rubrica seja negativa.

No que tange às operações de política monetária, o Banxico utiliza três modalidades para absorver o excesso de liquidez estrutural decorrente da estratégia defensiva de acúmulo de reservas internacionais (ver Introdução). A principal modalidade no período mais recente (2010-2015) são os DTPF (mencionados na seção precedente). Utilizados a partir de 1996, esses depósitos são provenientes da venda definitiva de títulos públicos federais (Cetes, Bondes e Bondes D) em posse do Banxico para os bancos múltiplos e de desenvolvimento (que captam depósitos à vista e têm acesso ao mercado de reservas bancárias). Nessa operação de absorção de liquidez, o setor bancário substitui a posse de reservas bancárias por títulos públicos federais que estavam em posse do Banxico; os depósitos, no mesmo montante e prazo dos títulos, ficam bloqueados até o vencimento em nome do Tesouro<sup>26</sup>.

Como essa modalidade é uma especificidade do *modus operandi* da política monetária mexicana, elaborou-se um exemplo hipotético de absorção estrutural de liquidez com DTPF na Tabela 1 (Cetes de 1 ano com rendimento pré-fixado de 3% a.a.). Na primeira linha de (1)

<sup>26</sup> Caso os depósitos do Tesouro provenientes dessas operações não estivessem bloqueados (até o vencimento do título), configuraria uma forma de financiamento monetário, que foi proibido por essa lei.

temos um aumento da liquidez decorrente da aquisição de reservas internacionais, desequilibrando a oferta e demanda de reservas bancárias, pressionando a taxa de juros para baixo. Para manter a taxa de juros no nível da meta, o Banxico pode atuar absorvendo liquidez (de forma estrutural, no médio e longo prazo) por meio dos DTPF. A segunda linha de (1), contornada em laranja na tabela, é como aparecem contabilmente no balanço do Banxico e do Tesouro Nacional a possibilidade de atuação das DTPF. Neste momento, ainda não se configura um DTPF. O que existe, pela ótica do Banxico, são títulos públicos federais no ativo com a contrapartida no passivo de depósitos bloqueados (até o vencimento do título) para o Tesouro, conforme os artigos 7º e 9º da Lei Orgânica de 1993. No balanço contábil do Banxico publicado regularmente, essa relação contábil, quando da igualdade dos títulos e dos depósitos, aparece como igual a zero tanto no lado do ativo como do passivo. Isso se deve ao fato de o Banxico considerar, pelo lado do ativo, apenas a posse líquida de títulos públicos federais, que só será superior a zero se o valor dos títulos for superior ao depósito congelado do Tesouro, o que é proibido pela Lei Orgânica do Banxico, de 1993. Pelo lado do passivo, o saldo líquido desses depósitos bloqueados só será superior a zero quando forem efetuados os DTPF, com a venda dos títulos públicos federais que estão no ativo do Banxico, como analisado em (2).

**Tabela 1. Operacionalidade da DTPF – Exemplo de absorção estrutural de liquidez**

Bancos comerciais		Banxico		Tesouro	
A	P	A	P	A	P
1 (+) 100 em reservas		(+) 100 em RI*	(+) 100 em reservas		
		(+) 100 em Cetes	(+) 100 DTPF	(+) 100 DTPF	(+) 100 em Cetes
2 (-) 100 em reservas  (+) 100 em Cetes			(-) 100 em reservas		
		(-) 100 em Cetes	(+) 100 DTPF	(+) 100 DTPF	(+) 100 em Cetes
3 (+) 100 em Cetes  (+) 3 em reservas			(+) 100 DTPF	(+) 100 DTPF	(+) 100 em Cetes
			(+) 3 em reservas		
4 (+) 103 em reservas			(+) 103 em reservas	-	-

\*RI = Reservas internacionais.

Fonte: Elaboração própria.

Em (2) ocorre uma operação de DTPF. Com o intuito de absorver liquidez, o Banxico realiza o leilão de Cetes de 1 ano junto ao setor bancário, diminuindo a quantidade de reservas

e transferindo o título público federal de regulação monetária para os bancos. Não há mais uma igualdade no valor dos títulos públicos federais de regulação monetária e dos depósitos bloqueados do Tesouro, com esse último possuindo um valor superior. Esse valor superior corresponde ao valor das DTPF no passivo do balanço contábil publicado do Banxico, como pode ser verificado, a partir de 2011 (ver tabela 2). Em (3) há a valorização de 3% dos títulos e o pagamento dos juros, após um ano. Em (4) há o processo de liquidação do título. Apesar de o título ter sido emitido pelo Tesouro, este possui um depósito junto ao Banxico que rende o mesmo que o título correspondente. Com isso, no momento de vencimento do título, o Tesouro utiliza o depósito junto ao Banxico para liquidar o título em circulação, de mesmo valor. Dessa forma, o custo da operação recai sobre o Banxico, que remunerou o depósito do Tesouro. Para manter o montante de liquidez absorvido, o Banxico terá que realizar novos leilões de DTPF.

**Tabela 2 – Valor final das DTPF, em bilhões de pesos correntes<sup>27</sup> (2011-2015)**

	2011	2012	2013	2014	2015
(I) Títulos públicos federais de regulação monetária no ativo do Banxico					
Cetes	1060	1534	1016	837	1895
Bondes D	399	602	744	944	1213
Udibonos	837	928	1043	1005	956
Bonos	249	252	277	276	280
(II) Depósitos congelados do Tesouro no Banxico com rendimento e prazo similar à:					
Cetes	1278	1801	1307	1124	2071
Bondes D	894	1309	1590	1870	2152
Udibonos	837	928	1043	1005	956
Bonos	249	252	277	276	280
[(II) - (I)] DTPF em circulação para regulação monetária					
Cetes	218	267	290	287	176
Bondes D	496	707	847	927	939
Udibonos	0	0	0	0	0
Bonos	0	0	0	0	0
<b>TOTAL</b>	<b>713</b>	<b>974</b>	<b>1137</b>	<b>1214</b>	<b>1115</b>

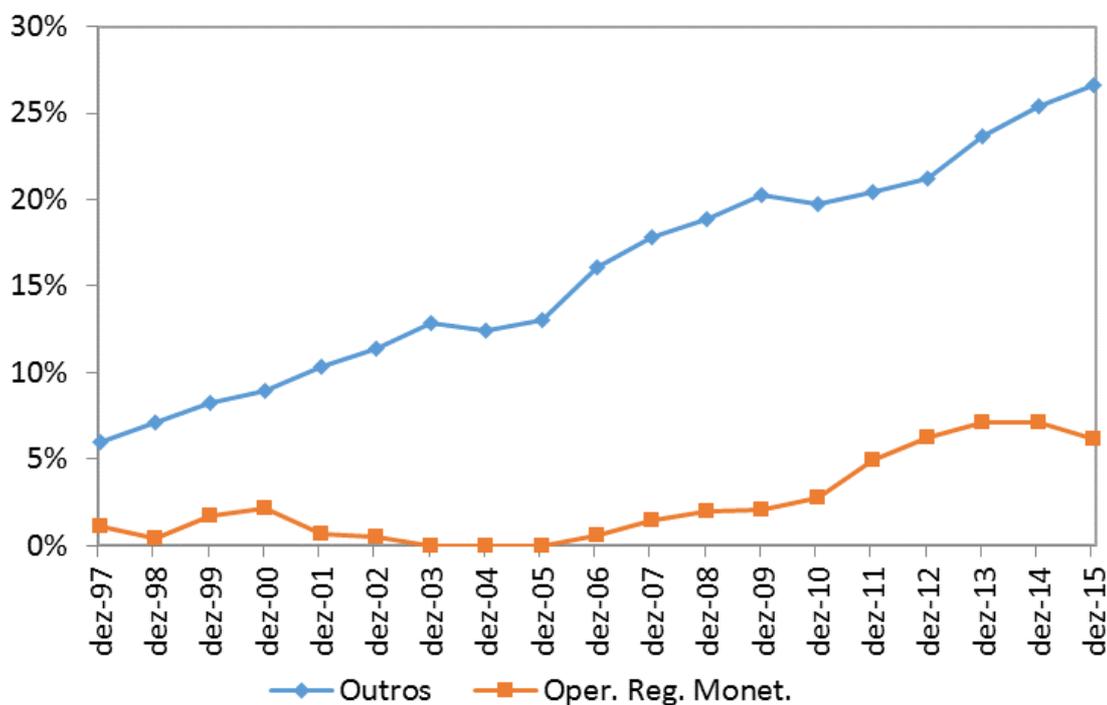
Fonte: Banxico, *Estados Financieros Dictaminados*<sup>28</sup>.

<sup>27</sup> Essas informações estão disponíveis a partir de 2011.

Nos gráficos 8 e 9 é possível verificar a utilização dos títulos públicos federais em circulação para financiamento do Tesouro (outros) e para os DTPF em % do PIB. Percebe-se que a maior parte dos Bondes D em circulação é utilizada para os DTPF, enquanto no caso do Cetes ocorre o oposto, com maior utilização para financiamento do Tesouro. O Bonde D foi criado em 2006, substituindo o Bonde (utilizados para DTPF entre 1998 e 2003), exatamente para a realização dos DTPF.

No que tange à participação de cada título público em circulação em relação ao total (gráfico 10), os títulos públicos federais para financiamento do Tesouro foram perdendo participação relativa, de 100% em 1996 para 62% em 2002, estabilizando-se em um corredor entre 60% e 70% ao longo do restante do período. Além dos DTPF e dos títulos do Banxico, utilizados para os depósitos de regulação monetária durante todo o período, o início da emissão de IPAB, a partir de 2000, contribuiu para a perda de participação relativa dos títulos públicos federais para financiamento do Tesouro.

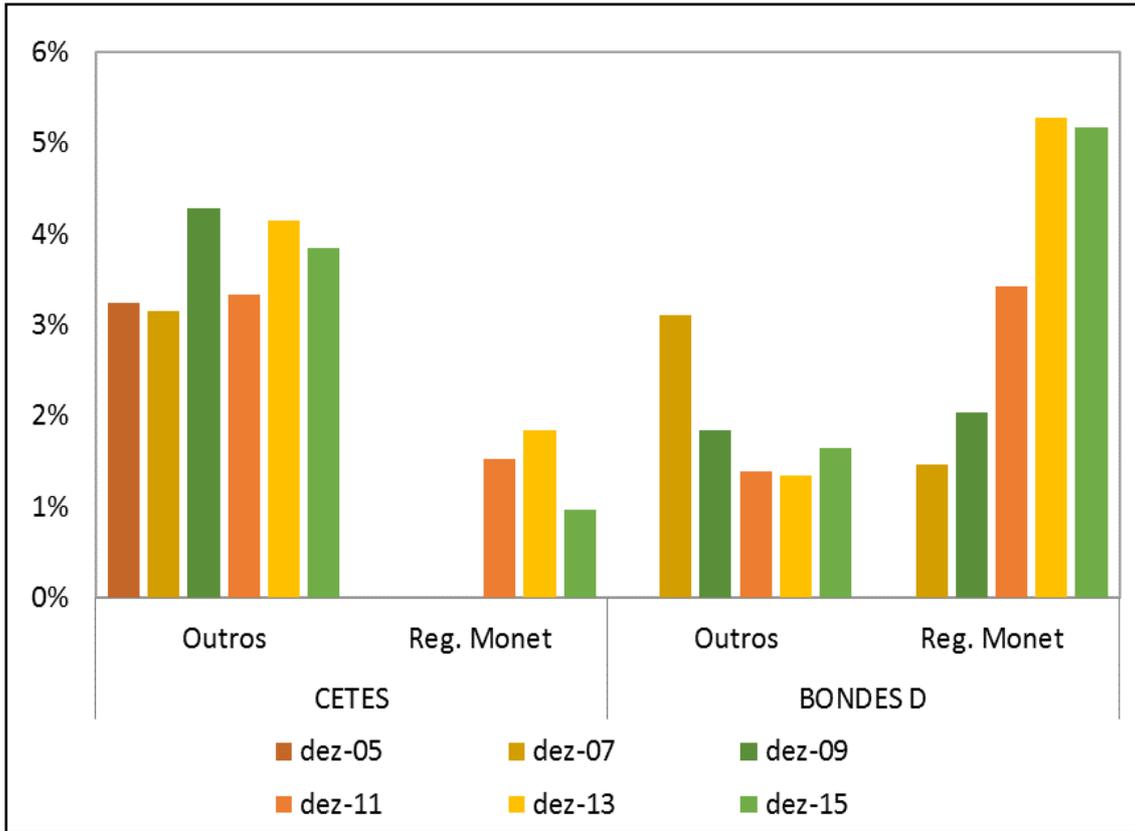
**Gráfico 8. Títulos Públicos federais em circulação: Total sem DTPF (outros) e DTPF em % do PIB**



Fonte: Banxico. Elaboração própria.

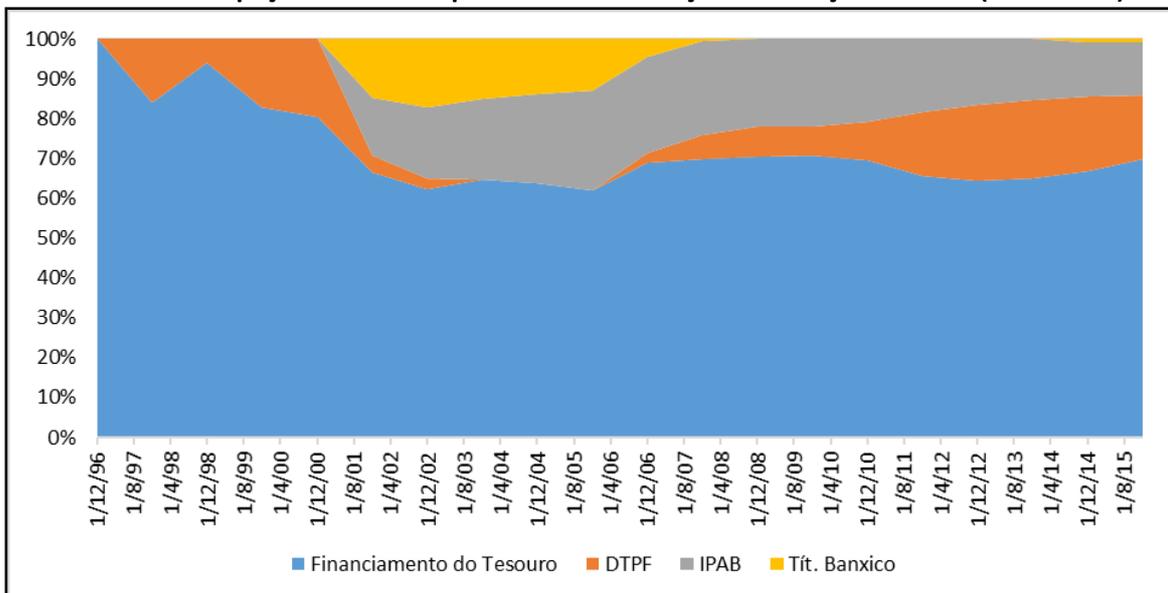
<sup>28</sup>Relatórios disponíveis em <http://www.banxico.org.mx/informacion-para-la-prensa/comunicados/banco-de-mexico/info-contable-mensual/index.html>.

**Gráfico 9. CETES e BONDES D em circulação: Total sem DTPF (outros) e DTPF – em % do PIB**



Fonte: Banxico. Elaboração própria.

**Gráfico 10. Participação dos títulos públicos em circulação em relação ao total (1996-2015)**



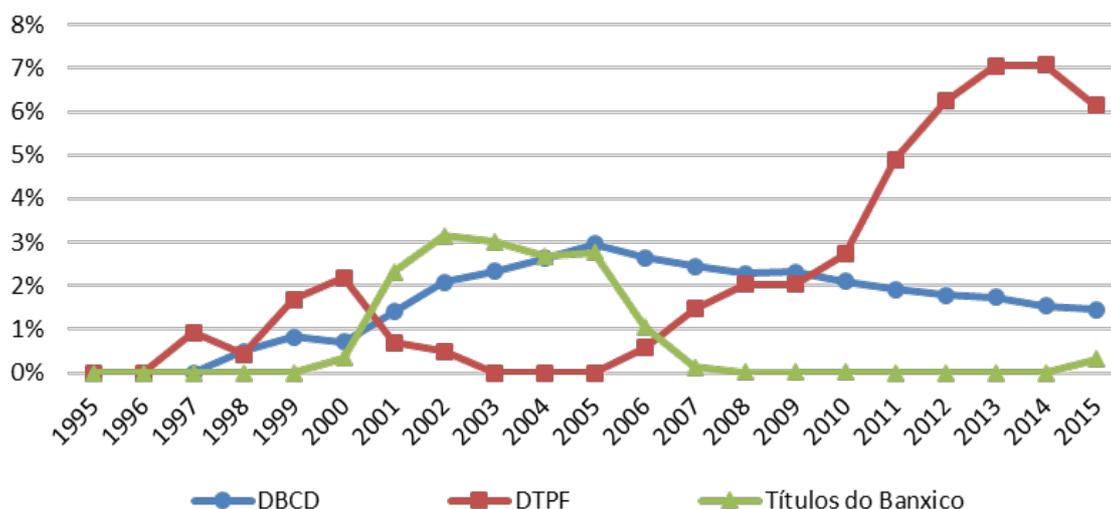
Fonte: Banxico. Elaboração própria.

Já as demais modalidades utilizadas para absorver o excesso de liquidez são instrumentos convencionais de política monetária, também utilizados em outros países avançados e emergentes. A segunda modalidade, instituída em 1998, são os depósitos compulsórios dos bancos comerciais e de desenvolvimento (DBCD), que devem ser mantidos

junto ao Banxico por um prazo indeterminado com rentabilidade equivalente à taxa de juros do mercado interbancário. A terceira modalidade refere-se à venda definitiva (*outright*) de títulos do Banxico, com sua primeira emissão em 2010. Embora esses títulos não sejam depósitos, eles também estão incluídos, ao lado dos DTPF e DBCD, na rubrica denominada “Depósitos de Regulação Monetária” (ver Quadro 1).

No gráfico 11 é possível visualizar a evolução das três formas de depósitos de regulação monetária entre 1995 e 2015. No que diz respeito aos DTPF, sua emissão iniciou-se em 1997, com a utilização predominantes de Bondes, chegando a atingir 2% do PIB em 2000, quando se iniciou sua substituição por títulos do Banxico. O retorno dos DTPF ocorreu a partir de 2006, com a venda definitiva de Bondes D, atingindo 5,4% do PIB em 2014, sendo complementada, a partir de 2010, pelos Cetes, que atingiram 1,8% do PIB em 2013. Chama atenção a intensificação do uso dos DTPF após 2010 como resultado da necessidade de esterilizar o excesso de liquidez resultante do acúmulo de reservas internacionais no período; esses depósitos atingiram o recorde de 7,1% do PIB em 2013. Entre 2014 e 2015, com a sinalização de normalização da política monetária pelo *Federal Reserve*, a necessidade de absorção de liquidez por meio das operações de política monetária diminuiu, resultando em queda dos DTPF, predominantemente pela retirada de Cetes (ver gráfico 12).

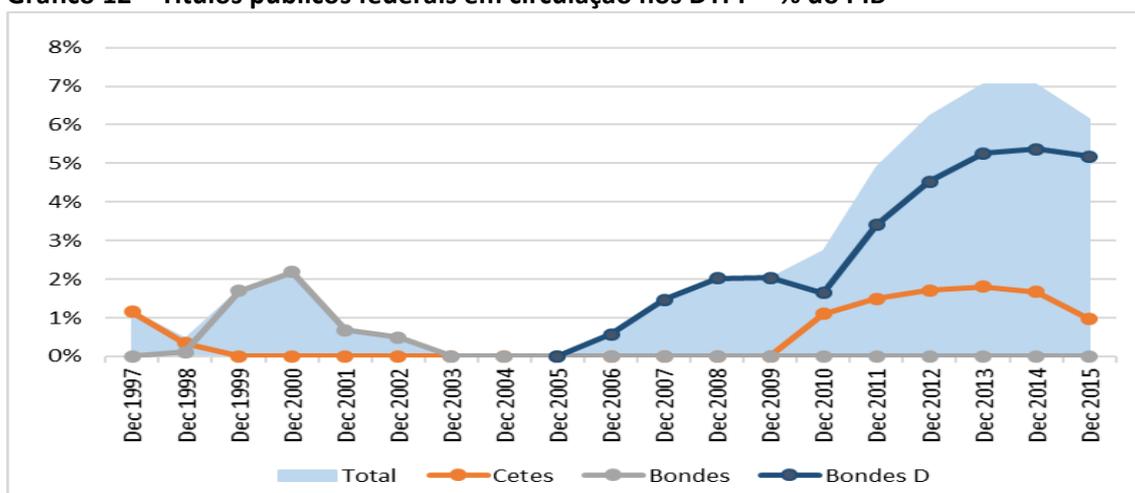
**Gráfico 11. Operações de política monetária do Banxico no passivo – % do PIB**



Fonte: Banxico. Elaboração própria.

A emissão e venda definitiva de títulos do Banxico iniciou-se em 2000 e se manteve até 2005, quando eles passaram a ser substituídos pelos DTPF. Esses títulos, denominados *Bonos de Regulación Monetaria* (BREMS), tinham prazo de 1 a 3 anos e taxa de juros flutuantes, vinculadas à taxa overnight. A partir de 2014, o Banxico retomou a emissão de títulos próprios, com o lançamento dos BREMS L (*Bonos de Regulación Monetaria de Negociabilidad Limitada*) e no final de 2015 dos BREMS R (*Bonos de Regulación Monetaria Reportables*), que podem ser permutados pelos BREMS L. Os títulos do Banxico chegaram a 0,3% do PIB em dezembro de 2015. Os DBCD, por sua vez, surgiram em 1998 e foram adquirindo maior importância até 2005, quando atingiram 3% do PIB (ver gráfico 11). A partir de então, esse instrumento perdeu importância. A possibilidade de utilização dos recursos mantidos nos DBDC na compra de BREMS L e R sugere que o Banxico também tem como objetivo substituir esses depósitos (instrumentos não negociáveis) pelos seus próprios títulos (instrumentos negociáveis, com *feedbacks* positivos sobre o mercado de títulos privados e sem impacto sobre a dívida pública bruta).

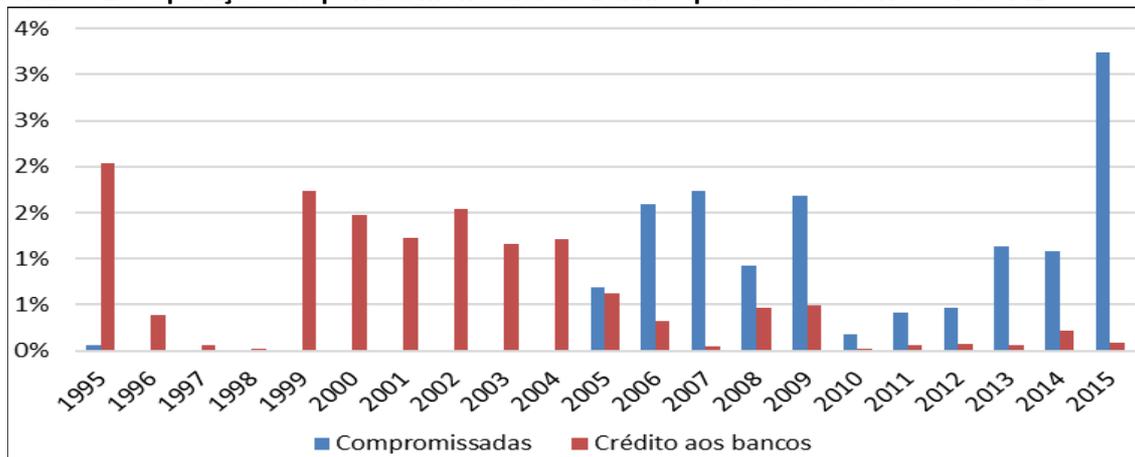
**Gráfico 12 – Títulos públicos federais em circulação nos DTPF – % do PIB**



Fonte: Banxico. Elaboração própria.

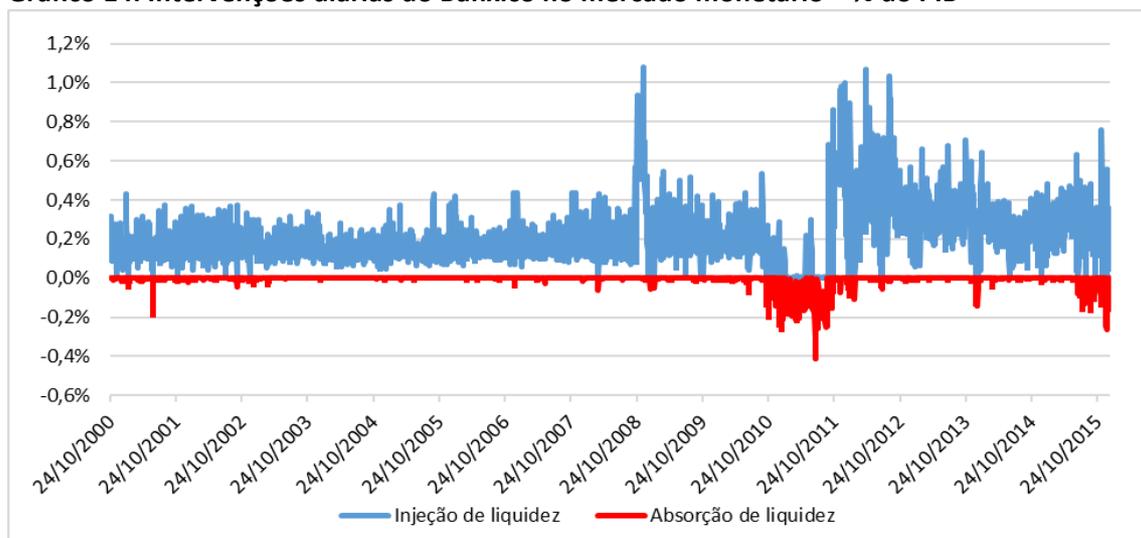
A estratégia perseguida pelo Banxico na utilização dos depósitos de regulação monetária de médio e longo prazo (para absorção estrutural de liquidez) é a de manter o setor bancário deficitário de forma estrutural e utilizar operações compromissadas e de crédito, no curto prazo, para injetar recursos no mercado monetário. As operações de injeção de liquidez entre 1995 e 2015 podem ser visualizadas nos gráficos 13 e 14. Enquanto o gráfico 13 mostra uma “fotografia” da situação no último dia útil de dezembro de cada ano, além de separar entre o crédito aos bancos e as operações compromissadas, o gráfico 14 mostra as intervenções diárias do Banxico no mercado monetário, com o prazo dessas operações se concentrando, majoritariamente, entre um e quinze dias. Com exceção do biênio 2010-2011 e do ano de 2015, predominaram as operações de injeção de liquidez, indicando a eficácia desta estratégia.

**Gráfico 13. Operações de política monetária do Banxico pelo lado do ativo – % do PIB**



Fonte: Banxico. Elaboração própria.

**Gráfico 14. Intervenções diárias do Banxico no mercado monetário – % do PIB**



Fonte: Banxico. Elaboração própria.

Assim, nas operações de injeção de liquidez, o México seguiu o padrão da maioria dos países avançados e emergentes, utilizando, sobretudo, operações compromissadas (*repos*), nas quais são aceitos como garantia os títulos públicos federais, do IPAB e do Banxico, com destaque para a utilização de Bonos, Bondes D, títulos do IPAB e, mais recentemente, os títulos do Banxico. Contudo, também foi utilizada outra modalidade menos usual de operação de mercado aberto, os leilões de crédito ou “créditos colateralizados”, nos quais depósitos dos bancos no Banxico são aceitos como garantia<sup>29</sup> (ver gráfico 13).

Além dessas operações, conduzidas por iniciativa da autoridade monetária mexicana, as instituições financeiras autorizadas podem recorrer às *standing facilities* ao final do dia, após o último leilão de mercado aberto. Nas regras definidas pelo Banxico, as *standing facilities* ocorrem mediante um corredor simétrico: incidem sobre as operações de crédito uma taxa punitiva, igual ao dobro da meta operacional, e os depósitos não são remunerados. Eram sistematicamente utilizadas durante o *corto*, já que uma parte da liquidez diária necessária para fechar o dia (ou o período de 28 dias), com as reservas zeradas, teria que vir desse instrumento. No padrão vigente desde 2008, são pouco utilizadas.

#### **4. Considerações finais: lições para o Brasil**

A inserção assimétrica no SMFI contemporâneo impõe desafios à gestão dos regimes cambiais nas economias emergentes, emissoras de moedas que não são aceitas em âmbito internacional. Exatamente em função das assimetrias desse sistema, após as crises dos regimes de câmbio administrado vigentes nos anos 1990, foram adotados regimes de flutuação suja, que envolvem intervenções das autoridades monetárias no mercado de câmbio voltadas para diferentes objetivos, dentre os quais a acumulação precaucional de reservas, que se mostrou o objetivo mais relevante no caso do México, aqui analisado, bem como do Brasil (ver, por exemplo, Prates, 2015).

A contrapartida dessa estratégia é a necessidade de operações de política monetária de absorção de liquidez para a manutenção da meta da taxa de juros de curto prazo do banco central, que tem efeitos sobre a relação entre o banco central e o Tesouro e, assim, sobre a política fiscal. No caso brasileiro, utiliza-se somente um instrumento, as operações

<sup>29</sup> Para maiores detalhes, ver BIS (2009).

compromissadas, concentradas no curto prazo e contabilizadas na dívida bruta do governo geral, como mencionado na Introdução. Já no caso mexicano, no período em tela (1996-2015), três instrumentos de médio e longo prazos – denominados de “Depósitos de regulação monetária”- foram adotados para evitar uma posição de superávit estrutural de liquidez no mercado monetário, dos quais dois também utilizados em outros países (depósitos compulsórios remunerados e títulos do Banco Central) e o terceiro específico à experiência mexicana, os DTPF. A importância relativa desses três instrumentos variou de 1996 a 2015. Entre 1996 e 2000 e 2010 e 2015, predominaram os DTPF, enquanto entre 2001 e 2009 os destaques foram os DBCD e os títulos do Banxico. A opção pelos DTPF a partir de 2010 sugere que essa modalidade de depósito foi considerada mais bem-sucedida que os demais instrumentos, sobretudo por minimizar os custos das operações de esterilização. As operações ativas de curto prazo (como as operações compromissadas) são utilizadas somente para injeção de liquidez, quando necessário.

A estratégia utilizada no México pode ser interpretada como uma herança do período do *corto* (1995-2007), quando os bancos deveriam estar em déficit estrutural em relação ao Banxico para que a implementação da política monetária fosse exitosa. Todavia, independentemente desse legado, essa forma de condução da política monetária é considerada mais eficaz, sendo defendida por vários autores (por exemplo, Gray, 2006), pois mantém deficitários, na maior parte do tempo, os bancos que atuam no mercado monetário. A situação oposta (bancos superavitários, caso do Brasil) dificulta a tarefa do banco central de drenar o excesso de liquidez já que, de forma agregada, os bancos não necessitam de recursos, o que, além de resultar em pressões baixistas sobre a taxa de juros do interbancário, aumenta seu poder de barganha frente à autoridade monetária,

Outro aspecto positivo da utilização dos chamados “Depósitos de regulação monetária” refere-se à clara identificação e delimitação dos custos das políticas monetária e fiscais e, assim, maior transparência da política macroeconômica. Isto porque, os títulos públicos federais em circulação utilizados nos DTPF, assim como os títulos públicos federais no ativo do Banxico, não são contabilizados na dívida pública bruta do governo geral. De acordo com o artigo 9º da Lei Federal da Dívida Pública, o poder executivo, ao informar o congresso nacional sobre o estado das contas da dívida pública, não deve computar os gastos referentes aos depósitos de regulação monetária, arcados pelo Banxico. Dessa forma, apenas os títulos públicos federais em circulação referentes ao financiamento do Tesouro são incluídos nessa dívida. Essa forma de contabilização permite uma maior transparência em relação à separação dos custos da implementação da política monetária (recaindo sobre o Banxico) e da política fiscal. Contudo, os efeitos sobre as contas públicas não são totalmente eliminados. No caso dos DTPF, em última instância, ocorre a utilização de um título público federal e, caso o Banxico não consiga arcar com os custos dessas operações, eles recairão sobre o governo federal. Isso também ocorre, de forma mais indireta, nos depósitos de regulação monetária com utilização de títulos do Banxico ou dos DBCD, já que, em caso de resultados negativos sistemáticos do Banxico, estes serão assumidos pelo Tesouro nacional.

Assim, a existência de um leque mais amplo de instrumentos de esterilização do impacto das intervenções no mercado de câmbio com um maior prazo de duração (em comparação com as operações compromissadas) aumentou a eficácia e o raio de manobra da autoridade monetária mexicana na gestão do excesso de liquidez internacional e tornou mais transparente a distinção entre os custos da política monetária e da política fiscal. Todavia, vale destacar que fatores macroeconômicos também contribuíram para essa gestão. Apesar de ser um país emergente, o México possui taxas de juros muito inferiores às praticadas no Brasil, resultando num menor diferencial de juros e, conseqüentemente, menor ingresso de fluxos especulativos no mercado de câmbio. Além disso, esse patamar também favoreceu o

alongamento do prazo da dívida mobiliária federal. A baixa rentabilidade dos títulos de curto prazo faz com que os agentes busquem títulos de prazos mais estendidos, o que viabilizou a estratégia de absorção de liquidez estrutural, com a venda de Bondes D de regulação monetária com prazos de 3 a 5 anos.

Em suma, embora as economias emergentes se deparem, estruturalmente, com um menor grau de autonomia da política monetária em comparação às economias centrais, em função da sua inserção assimétrica e subordinada no sistema monetário e financeiro internacional, o marco institucional das políticas monetária e fiscal, com destaque para a relação entre banco central e Tesouro, ao lado da gestão macroeconômica, podem diminuir ainda mais esse grau (como parece ser o caso do Brasil) ou evitar sua redução adicional, como revela a experiência mexicana analisada neste artigo.

## Referências

- Aizenman, J., Lee, Y. e Rhee, Y. (2005) "International reserves management and capital mobility in a volatile world: Policy considerations and a case study of Korea", *NBER Working Paper*, n. 10534, 29p.
- Andrade, R. e Prates, D. M. (2013) "Exchange rate dynamics in a peripheral monetary economy", *Journal of Post Keynesian Economics*, 35(3), p. 399-416.
- Archer, D. (2009) "Roles and objectives of modern central banks" In: ORTIZ, G. (Ed.). *Issues in the Governance of Central Banks*, Basel: Bank for International Settlements, p. 17-55, 1ed.
- Archer, D. e Moser-Boehm, P. (2013) "Central bank finances", *BIS Papers*, n. 71, 93p.
- Bacha, E. (2016) *A crise fiscal e monetária brasileira*. Rio de Janeiro: Civilização brasileira.
- Banxico (2010) *Instrumentación de la Política Monetaria en el Banco de México*. Disponível em <[http://observatorio.azc.uam.mx/pdf/CBM\\_3\\_6\\_2010\\_7.pdf](http://observatorio.azc.uam.mx/pdf/CBM_3_6_2010_7.pdf)>. Acesso em 22/01/2018.
- Banxico (2014) *El Mercado de Valores Gubernamentales en México*. Del. Iztapalapa: Banco de México.
- Bindseil, U. (2004) *Monetary Policy Implementation: Theory, past and present*. New York: Oxford University Press.
- BIS (2009) "Monetary policy frameworks and central bank market operations", *Market Committee MC Compendium*, 96p. Disponível em <<https://www.bis.org/publ/mkctc04.htm>>. Acesso em 26/01/2018.
- Bittencourt, A. (2013) 'Compromissadas' do BC sobem a 23% da dívida pública. Valor Econômico. Disponível em <<http://www.valor.com.br/valor-investe/casa-das-caldeiras/3316026/'compromissadas'-do-bc-sobem-23-da-divida-publica>>. Acesso em 17/01/2017.
- Calvo, G. A. e Reinhart, C. M (2002) "Fear of Floating", *The Quarterly Journal of Economics*, 117(2), p. 379-408.
- Carrasco, C. e Ferreira, J. (2013) "Inflation targeting in Mexico", *Journal of Post Keynesian Economics*, 35(3), p. 341-372.
- CEFP – Centro de Estudios de las Finanzas Públicas (2016) "Análisis y Evolución de la Deuda Pública", *Nota informativa*, n. 012, 30p.

- Chesnais, F. (1996) "Introduction générale" In: F. Chesnais (Ed.). *La mondialisation financière: Genèse, Coût et Enjeux*. Paris: Syros, p. 11-33.
- Collier, D. (1993) "The Comparative Method" In: A. Finifter (ed.) *Political Science: The State of the Discipline II*, Washington D.C.: American Political Science Association, p. 105-119, 1ed.
- Freitas, M. C. P. e Prates, D. M. (2008) "Investimentos estrangeiros nos sistemas financeiros latino-americanos: os casos da Argentina, do Brasil e do México", *Revista de Economia Contemporânea*, 12(2), p. 189-218.
- Freitas, M. C. P e Prates, D. M. (1998) "Abertura financeira na América Latina: as experiências da Argentina, Brasil e México", *Economia e Sociedade*, 7(2), p. 173-98.
- Garriga, A. (2010) "Objetivos, instrumentos y resultados de política monetaria: México (1980-2010)", *CIDE*, n. 225, 32p.
- George, A. L. e Bennett, A. (2004) *Case Studies and Theory Development in the Social Sciences*. Massachusetts: MIT Press.
- Gray, S. (2006) "Central Bank management of surplus liquidity", *Bank of England Handbooks in Central Banking Lecture Series*, n. 6, 72p.
- Gray, S. e Pongsaparn, R. (2015) "Issuance of Central Bank Securities: International Experiences and Guidelines", *IMF Working Paper*, n. 15/106, 31p.
- Levy, N. (2012) "Financial Market organizations, central banks and credits: the experience of developing economics" In: ROCHON, L. e OLAWOYE, S. (eds.) *Monetary Policy and Central Banking: New Directions in Post-Keynesian Theory*, Cheltenham: Edward Elgar, p 61-80, 1ed.
- Levy, N. e Toporowski, J. (2007) "Open market operations in emerging markets: The Mexican experience" In: D. Mayes e J. Toporowski (eds.) *Open Market Operations and Financial Markets*, London and New York: Routledge Taylor & Francis Group, p. 157-177, 1ed.
- Levy-Yeyati, E. e Sturzenegger, F. (2005) "Classifying exchange rate regimes: Deeds vs. words", *European Economic Review*, 49(6), p. 1603-1635.
- Macedo e Silva, A. C. e de Conti, B. M. (2017) "Política monetária e gestão de liquidez por parte do Banco Central do Brasil (2003-2016)", *Instituto de Economia da Unicamp*, mimeo.
- Macedo e Silva, A. C. (2017) "O que mostram as demonstrações? Balanços e resultados dos bancos centrais" In: C. dos Santos (ed.) *Características estruturais do sistema financeiro brasileiro: um registro da reflexão do IPEA no biênio 2014-2015*, Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, p. 111-138, 1ed.
- Martínez, L., Sánchez, O. e Werner, A. (2000) "Monetary policy and the transmission mechanism in Mexico", *BIS Papers*, n. 8, p. 175-209.
- Mendes, M. (2016) "Depósito Remunerado No Banco Central: Avanço Institucional Ou Contabilidade Criativa?", *Boletim Legislativo Núcleo de Estudos e Pesquisas da Consultoria Legislativa*, n. 45, 12p.
- Paula, L. F., Fritz, B. e Prates, D. M. (2017) "Keynes at the periphery: Currency hierarchy and challenges for economic policy in emerging economies", *Journal of Post Keynesian Economics*, 40(2), p. 183-202.
- Pellegrini, J. (2017) "As operações compromissadas do Banco Central", *Instituição Fiscal Independente Estudo Especial*, n. 3, 44p.

- Prates, D. M. (2005) "As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional", *Revista de Economia Contemporânea*, 9(2), p. 263-288.
- Razú, E. C. (1994) "Acceso a los Mercados Internacionales de Capital y Desarrollo de Instrumentos Financieros: el caso de México", *Proyecto Regional Conjunto Cepal/Pnud, Políticas financieras para el Desarrollo*, n. 18, 28p.
- Rezende, F. (2016) "Existe alternativa às operações compromissadas do BC". *Valor Econômico*. Disponível em <<http://www.valor.com.br/opiniaio/4468038/existe-alternativa-operacoes-compromissadas-do-bc>>. Acesso em 17/10/2017.
- Salto, F. e Ribeiro, L. (2015) "Operações compromissadas, gosto de subdesenvolvimento". *Valor Econômico*. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/opiniaio/4083296/operacoes-compromissadas-gosto-de-subdesenvolvimento>>. Acesso em: 17/10/2017.
- SHCP – Secretaria de Hacienda y Crédito Público (2015) "Las Finanzas Públicas y la Deuda Pública a Enero de 2015", *Comunicado de Prensa*, n. 015, 12p.
- Sidaoui, J., Santaella, J. e Pérez, J. (2012) "Banco de México and recent developments in domestic public debt markets", *BIS Papers*, n. 67, 20p.
- Sidaoui, J., Ramos-Francia, M. e Cuadra, G. (2011) "The global financial crisis and policy response in Mexico", *BIS Papers*, n. 54, p. 279-298.
- Sidaoui, J. (2002) "The role of the central bank in developing debt markets in Mexico", *BIS Papers*, n. 51, p. 151-164.