

# Condicionantes das operações compromissadas no Brasil

Por Fábio Terra e Cleomar Gomes

*Valor*, 20/08/2021

## Passivo do BC em abril equivalia a 15% do PIB e destoa de seus pares

A lenta dissipação de choques é custosa pois resulta em mais gastos do Banco Central com juros

Operações de mercado aberto são ações corriqueiras envolvendo trocas entre contas do passivo dos bancos centrais para regular reservas no mercado monetário e, assim, estabilizar a taxa básica de juros, principal instrumento da política monetária. Estas operações ocorrem tanto via depósitos voluntários, já com autorização de uso no Brasil (PL 3877/20), mas ainda não implementados, quanto via operações compromissadas, usadas no país. Nelas, o Banco Central do Brasil (BC) troca reservas com instituições financeiras no mercado monetário por curtíssimo prazo, tendo títulos públicos como garantia e com compromisso de desfazimento.

As compromissadas fazem clear do mercado. Para tanto, elas nivelam de forma compensatória o saldo das transações autônomas de reservas ao longo do dia. Os compromissos de troca de reservas ocorrem entre BC e instituições financeiras tanto em nível primário, fechado a poucas instituições dealers, quanto secundário, que é aberto a várias instituições. Além de operações compromissadas, o BC pode também fazer operações definitivas, mas as utiliza muito pouco: nos últimos 20 anos elas foram, em média, 4,5% das operações de mercado aberto feitas no país.

Embora sejam de uso comum dos bancos centrais, o volume de operações compromissadas no Brasil impressiona. Em abril de 2021, cerca de 30% do passivo e do patrimônio líquido do BC eram compromissadas, o que equivalia a 18% da dívida bruta e a 15% do PIB. Rússia e México, economias similares à brasileira, inclusive no elevado volume de reservas cambiais, operavam no mercado aberto em valores bem menores: 6,5% e 5,2% do PIB, respectivamente, segundo dados de junho de 2018. A dinâmica das operações compromissadas no Brasil destoa de seus pares. Então, quais foram os condicionantes deste comportamento?

Para responder à questão, usamos Modelos Autorregressivos de Defasagens Distribuídas (ARDL) para estimar os condicionantes de curto e longo prazo das compromissadas, de 2003 a 2019. As variáveis explicativas formam os fatores condicionantes das compromissadas: depósitos compulsórios, resultado primário, reservas internacionais, operações do Tesouro com títulos públicos, swap cambiais e juros das próprias compromissadas. No jargão técnico, estas variáveis causam os impactos monetários das operações do BC e do Tesouro e condicionam a dinâmica das compromissadas.

As estimações que fizemos mostram que, no longo prazo, somente os depósitos compulsórios não são estatisticamente significantes para a dinâmica das operações compromissadas. Isso é esperado, pois eles são demanda estável por reservas bancárias e só afetam as compromissadas quando suas alíquotas mudam, algo esporádico entre 2003 e 2019.

Reservas internacionais, resultado primário, juros, swap cambial e operações com títulos públicos são significantes e têm efeito positivo sobre a dinâmica das compromissadas. Logo, importa destacar que dentre os resultados relevantes, as estimações mostram que as reservas

internacionais não foram a única e nem a maior causa do aumento das compromissadas ao longo de quase duas décadas.

O efeito positivo das operações do Tesouro com títulos públicos federais foi um dos mais importantes condicionantes das compromissadas. Entre 2003 e 2013 houve recompra de dívida pública com uso de superávits financeiros. Com a recompra de dívida expandia-se liquidez, que era esterilizada por compromissadas, uma espécie de twist involuntário de dívida.

Por sua vez, o efeito significativo e positivo do resultado primário resultou dos déficits acumulados entre 2014-2019, que injetaram liquidez e exigiram uso de compromissadas. O mesmo processo de expansão de liquidez ocorreu com o pagamento de juros incidentes nas compromissadas, que necessitou de esterilização com mais compromissadas, num processo de retroalimentação.

Por fim, os swaps cambiais foram significativos. Eles são pagos em reais e quanto maior seu volume, maior seu efeito sobre a liquidez e, por consequência, sobre as compromissadas. O estoque de swaps alcançou, de 2003 a 2019, R\$ 83 bilhões em média anual. Em particular, entre 2012 e 2019, anos de considerável desvalorização cambial, os swaps foram a R\$ 217 bilhões em média anual. Daí eles terem implicado maiores compromissadas.

Nossas análises também investigaram o comportamento de curto prazo das compromissadas. Nossas estimações mostram que, quando submetida a choques, a dinâmica de curto prazo das compromissadas teve ajuste percentual mensal de 2,2%. Isso caracteriza ajuste muito lento das compromissadas em relação ao equilíbrio de longo prazo.

Este resultado pode ser traduzido da seguinte forma. Se algum choque nas variáveis condicionantes das compromissadas ocorre, como uma ampla recompra de títulos públicos pelo Tesouro Nacional ou forte acúmulo de reservas internacionais, provoca-se desequilíbrio de curto prazo nas compromissadas, com constante aumento do estoque delas. O resultado é interessante sobretudo porque, no curto prazo, uma das variáveis de maior relevância para a dinâmica das compromissadas em nossas estimações foi o aumento inercial delas próprias.

Por sinal, dada a relevância de longo prazo dos juros pagos nas compromissadas, a lenta dissipação de choques é custosa pois resulta em mais gastos do BC com juros. Embora não sejam custo fiscal, gastos do BC com juros têm impacto distributivo, ainda mais a se considerarem a alta participação das compromissadas na dívida pública federal e o histórico patamar elevado dos juros básicos no Brasil. As estimações mostram ainda, por fim, que reservas internacionais e operações com títulos públicos são relevantes para a dinâmica das compromissadas no curto prazo, tal qual foram para a dinâmica de longo prazo.

Enfim, as estimações mostram que dinâmica das compromissadas é multideterminada e não decorre apenas de reservas internacionais e déficit primário, como é usual análises apontarem. Swaps cambiais, operações do Tesouro com títulos públicos e juros pagos pelas próprias compromissadas também condicionaram o aumento a dinâmica delas entre 2003 e 2019.

Em tempo, os recém aprovados depósitos voluntários remunerados no BC não mudam os condicionantes da liquidez excessiva do mercado monetário no Brasil, e nem era essa a intenção deles. Mas eles são muito necessários, pois separam e minimizam os impactos que a política monetária tem sobre a política fiscal sempre que uma operação compromissada é feita. Isso não significa o fim da interação entre as políticas monetária e fiscal. Pelo contrário, é um passo em direção à melhor coordenação entre elas.

**Fábio Terra é professor da Universidade Federal do ABC (UFABC).**

**Cleomar Gomes é professor do Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia.**