

Operações compromissadas do Banco Central do Brasil: uma análise do período 2002-2020 *

Flávia Félix Barbosa **

Fábio Terra ***, ****, *****

Resumo

Este artigo analisa a evolução das operações compromissadas do Banco Central do Brasil, em especial os motivos que levaram ao seu crescimento acentuado no período de 2002 a 2020. O método de análise será a decomposição dos fatores condicionantes das compromissadas, que permite apontar quais fatores mais somaram para que as compromissadas no Brasil detivessem o notável aumento de seu estoque no período em tela. Como conclusão, aponta-se que, ao longo de todo período, os pagamentos de juros foram o fator que mais contribuiu para o crescimento do estoque das compromissadas.

Palavras-chave: Operações compromissadas; Política monetária; Mercado aberto; Dívida pública; Juros.

Abstract

Repo operations of the Brazilian Central Bank: an analysis from 2002 to 2020

This article analyzes the evolution of the repurchase agreement (repo) operations of the Central Bank of Brazil, which had a sharp growth from 2002 to 2020. The method of analysis is the decomposition of the each factor that conditions repos. This method permits to point out which factors greatly contributed to the remarkable increase in the repo's stock over the period under analysis. The conclusions show that the single factor that added the most to the growth of the repos in Brazil was the interest payment on them made by the Brazilian Central Bank.

Keywords: Repo operations; Monetary policy; Open market; Public debt; Interest.

JEL: E42, E43, E44, E58, E60.

1 Introdução

As operações compromissadas são operações de mercado aberto, nas quais o Banco Central negocia títulos para o ajuste diário das reservas bancárias e o controle da taxa de juros de curto-prazo, taxa pela qual as instituições bancárias trocam saldos de reservas entre si com lastro em títulos e que serve de *benchmark* para outras taxas de juros praticadas no país. Sua realização, pelo método de leilão e junto aos *dealers*, implica compras de títulos com compromisso de revenda ou venda de títulos com compromisso de recompra no objetivo de expandir ou contrair o volume das reservas. Embora esse ajuste possa ser definitivo, em sua maior parte ele é feito de forma temporária. Desse modo, define-se e estabiliza a taxa de juros de curto-prazo.

* Artigo recebido em 3 de novembro de 2022 e aprovado em 12 de agosto de 2024.

** Economista do Governo do Estado do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, RS, Brasil. E-mail: flavia.felixb@gmail.com. ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-6120-9420>.

*** Professor da Universidade Federal do ABC (UFABC), Santo André, SP, Brasil. E-mail: fabio.terra@ufabc.edu.br. ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-2747-7744>.

**** Professor do Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal de Uberlândia (PPGE-UFU), Uberlândia, MG, Brasil.

***** Pesquisador do Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq), Brasília, DF, Brasil.

As compromissadas constituem um instrumento de política monetária corriqueiro para atender às necessidades de reservas do sistema monetário (e, claro, então, do sistema financeiro). Desse ponto de vista, a condução da política monetária via compromissadas assume um viés acomodacionista, pois busca estabilizar a taxa de juros na meta estabelecida, quando a oferta e a demanda por moeda não conseguem fazer o *clear* do mercado monetário. Nesse sentido, a taxa de juros é exógena e as reservas são endógenas, pois as últimas decorrem do movimento dos diversos agentes nos vários mercados do sistema financeiro. Por conseguinte, a ação do Banco Central com as compromissadas é reativa aos movimentos da liquidez do sistema monetário e financeiro.

Por um lado, este instrumento oferece maior flexibilidade à condução da política monetária, já que permite regular mais fácil e rapidamente o volume das reservas bancárias. Ele também possibilita flexibilidade aos bancos no que diz respeito à gestão das reservas e dos seus balanços, além de propiciar ganhos financeiros no *overnight*. Por outro lado, esse instrumento gera impactos no tamanho e nas condições de mercado da dívida pública.

As operações compromissadas efetivam a taxa Selic definida pelo Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil (BCB). A prática consiste na troca de reservas entre o Banco Central e os bancos com lastro em títulos públicos federais emitidos pelo Tesouro Nacional¹. Pode-se dizer que os compromissos de recompra dos títulos vinculados em garantia é a forma característica de como a política monetária acontece no país. A maior parte destes compromissos se processam no mercado *overnight*, com contratos que duram apenas um dia útil.

O objetivo deste artigo é analisar o que causou o aumento expressivo do volume das operações compromissadas no Brasil de 2002 a 2020. Cabe esclarecer o que se chama de expressivo aumento. Nos Estados Unidos, as operações compromissadas (*repo*) ocupam papel relevante na implementação da política monetária, ainda que os depósitos voluntários sejam a principal ferramenta do *Federal Reserve*². Já o caso do Brasil é emblemático porque as operações compromissadas são o principal instrumento da política monetária e seu uso intensivo nas operações de mercado aberto formou um estoque elevado e crescente em relação ao PIB e à Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG). As compromissadas saíram de um patamar de 5,2% do PIB em 2002 e alcançaram 16,6% do PIB em 2020. O processamento delas implica colocação de dívida pública em mercado porque títulos públicos são entregues como garantias. Em 2006, ano inicial dos dados da DBGG pela metodologia utilizada pelo BCB a partir de 2008, a participação das compromissadas na dívida bruta era de 6,5%, ao passo que, em 2020, o montante delas correspondia a 21,3% da DBGG.

A contribuição deste artigo está na análise dos fatores que condicionaram a evolução das operações compromissadas no Brasil no período 2002-2020. Decompõem-se os fatores

(1) Em 2002, como determinou a Lei de Responsabilidade Fiscal, o Banco Central do Brasil deixou de emitir títulos próprios, passando então a utilizar exclusivamente os títulos do Tesouro Nacional em sua carteira para a execução da política monetária.

(2) Antes da crise financeira de 2007-2008, as operações compromissadas eram usadas de maneira bastante acessória pelo Federal Reserve Bank (FED), especialmente para injetar liquidez (acordos de revenda). Na esteira da crise, houve “flexibilização” da política monetária com intuito de baixar agressivamente as taxas de juros de curto e de longo prazo, o que ocasionou aumento substancial das reservas bancárias. Em face disso, em 2008, o FED passou a usar o depósito voluntário remunerado como nova ferramenta de política monetária e, adicionalmente, a fazer uso mais intensivo das operações compromissadas *overnight*. Em 2020, com os efeitos da pandemia de COVID-19 sobre a economia, o volume dessas operações subiu para absorver o excesso de liquidez resultante das medidas do FED destinadas a aumentar a provisão de liquidez para apoiar as instituições financeiras e a economia como um todo.

condicionantes, agrupados pelos impactos monetários das operações do Banco Central e do Tesouro Nacional e pelos juros nominais acrescidos ao estoque, de modo a mostrar os fluxos acumulados em reais e a participação de cada fator em relação ao total da variação do estoque registrada no período. Os dados analisados são do próprio Banco Central do Brasil e eles foram pioneiramente usados por Pelegrini (2017a). Contudo, a análise de Pelegrini (2017a) encerrou-se em 2016, e a que se faz neste artigo a atualiza até 2020. O método utilizado neste artigo é diferente de análises estocásticas, como as feitas por Terra e Silva (2021), e sua principal vantagem é observar a evolução no tempo de cada fator responsável pela variação nominal dos estoques das compromissadas.

No Brasil, os fatores primários condicionantes das compromissadas são aqueles que levam a oferta delas por conta de impactos monetários (operações com reservas internacionais, operações de *swap* cambial, compulsórios e demais operações do BCB, operações com títulos públicos, déficit primário e juros nominais das compromissadas). No entanto, existem outros fatores que contribuíram para o avanço delas. Dentre eles se destacam a alta preferência pela liquidez dos agentes no sistema financeiro e a taxa básica de juros estruturalmente alta. Fatores históricos e institucionais (passado de alta inflação, indexação financeira, *overnight*) justificam a demanda por compromissadas enquanto ativo altamente líquido. O pagamento dos juros das compromissadas, por sua vez, é fato gerador de mais compromissadas por injetar liquidez na economia.

Contudo, o alto volume de operações compromissadas no Brasil provoca alguns efeitos indesejáveis, sobretudo na contabilidade e no perfil da dívida pública. Com elas se constituiu uma dívida por conta do lastro em títulos públicos, de curtíssimo prazo (em muito, por contas das compromissadas, com prazo *overnight*) e com rentabilidade definida pela Selic (taxa praticada no *overnight*). Sendo assim, seu volume expressivo corrobora para o perfil demasiadamente indexado à taxa Selic e de curto prazo da dívida pública brasileira. Nesse sentido, o recebimento de depósitos voluntários remunerados das instituições financeiras pelo BCB, como instrumento alternativo às compromissadas, pode representar um aprimoramento institucional importante no impacto na dívida decorrente da relação entre Tesouro-Banco Central³. Primeiro, porque os depósitos voluntários remunerados dispensam o lastro em títulos do Tesouro, aliviando, em decorrência disso, a contabilidade da dívida pública; segundo, porque haveria redução das operações compromissadas e isso poderia ajudar na separação entre a dívida pública oriunda da política monetária e àquela derivada das necessidades de financiamento do Governo Federal. Esses motivos podem ajudar a alongar o prazo da dívida mobiliária do Tesouro Nacional.

Este artigo possui outras quatro seções além desta introdução e das considerações finais. A segunda seção define melhor as operações compromissadas e seu uso no mercado de reservas bancárias como meio de operacionalizar a política de juros básicos. A terceira seção explora as particularidades das operações compromissadas no Brasil, discutindo a interação entre compromissadas, bancos, fundos e *overnight*. A quarta seção realiza uma revisão de literatura sobre o tema, e a quinta seção analisa os fatores condicionantes das operações compromissadas do Banco Central do Brasil.

(3) O Projeto de Lei n. 3877, de 2020, dispôs sobre a autorização para o Banco Central receber depósitos voluntários remunerados das instituições financeiras. A Lei n. 14.185, de 2021, regulamentou o acolhimento pelo Banco Central dos depósitos voluntários. Assim como as operações compromissadas, os depósitos voluntários remunerados constituem um passivo público, mas, diferentemente delas, não implicam maior dívida mobiliária federal pelo fato de prescindir de títulos públicos.

2 Política monetária e operações compromissadas do Banco Central do Brasil

O Brasil adota o regime de meta de inflação, sob o qual o Banco Central do Brasil (BCB) gerencia sua taxa de juros de curto-prazo, a taxa Selic, como meta operacional para alcançar a meta de inflação. A taxa Selic incide sobre as operações compromissadas no *overnight*, lastreadas em títulos do Tesouro Nacional registrados e liquidados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (sistema Selic). Isto posto, as instituições do mercado monetário trocam saldos de reservas com o BCB nesse sistema, de maneira que os títulos públicos federais são vinculados como garantias. A taxa Selic é a taxa média paga nas operações compromissadas, com prazo de um dia útil, realizadas no sistema Selic e liquidadas na conta de reservas bancárias no Banco Central.

Na execução da política monetária brasileira, a participação das operações compromissadas no volume de transações com títulos públicos federais no mercado secundário é bastante ampla. Em 2020, as compromissadas atingiram o valor de R\$ 1,235 trilhão, representando 95,4% das transações no mercado aberto. A escolha em utilizar largamente esse instrumento, ao que parece, busca não afetar muito a precificação dos títulos públicos em mercado, nem alterar o comportamento da estrutura a termo da taxa de juros. Segue-se, portanto, que esse tipo de operação representa o modo como a política monetária é conduzida no país para sanar os excessos ou insuficiências de liquidez a fim de estabilizar a taxa Selic e atingir a meta de inflação. A prevalência dos compromissos de recompra no Brasil revela que o sistema financeiro nacional tem liquidez em excesso restante no mercado monetário ao final de cada dia, o que obriga o BCB a atuar com compromissadas.

Quatro agentes influenciam a liquidez circulante na economia e, por conseguinte, o esforço de nivelamento de liquidez que o BCB terá que fazer para manter a taxa Selic estável: bancos (e fundos), Tesouro Nacional, BCB e setor externo. Para os bancos e fundos, as compromissadas são um ativo que permite conciliar liquidez e rentabilidade. Elas possuem liquidez plena e risco zero, pois os títulos colateralizados são líquidos e seguros. Já o Tesouro Nacional afeta a liquidez da economia com as operações com títulos públicos no mercado primário e quando movimenta ingressos e saída de recursos na sua conta única. O Banco Central impacta a liquidez com suas operações de política monetária, como o manejo dos depósitos compulsórios e concessões de liquidez a instituições financeiras. Já o setor externo impacta a moeda circulante na economia quando há refluxo ou influxo de recursos externos no país. Ingressos de recursos aumentam a liquidez da economia enquanto refluxos reduzem-na (Banco Central do Brasil, 2021b; Federal Reserve, 2021b; Pellegrini, 2017a; Terra, 2020).

Neste ponto, cabe detalhar um pouco mais a relação entre as compromissadas e os agentes envolvidos no circuito monetário e, logo, de compromissadas em mercado como mecanismo de compensação. As ações do Tesouro Nacional provocam impacto monetário. A redução da conta única do Tesouro no BCB, seja pelo resultado fiscal negativo ou pelos resgates líquidos de títulos públicos, expande a base monetária e leva ao aumento de compromissadas para fins de neutralização, na hipótese dos outros fatores que influenciam a base monetária terem permanecido inalterados. Já o aumento nesta conta, tanto pelo resultado primário positivo como por emissões líquidas de títulos, pode diminuir o saldo das operações compromissadas por retrain a liquidez do sistema, contanto que não se tenha fatores capazes de compensar seu efeito.

As ações do próprio BCB causam impacto monetário. Mudanças nas alíquotas dos recolhimentos obrigatórios de instituições financeiras podem aumentar ou diminuir o volume de moeda em circulação. As medidas destinadas a atender necessidades de liquidez dos participantes do sistema de pagamento implicam maior liquidez. Os juros pagos nas operações compromissadas idem. As operações com reservas internacionais e com *swap* cambial igualmente impactam a quantidade de dinheiro que circula na economia. No caso do *swap*, é o resultado líquido que importa. Ocorrem pagamentos do Banco Central ao mercado quando a variação cambial e o cupom cambial são maiores do que variação da taxa Selic nos momentos de depreciação cambial, de modo que a base monetária se amplia.

A dinâmica externa das economias impacta a liquidez, a taxa de câmbio e a taxa de juros doméstica, pois os fluxos de moedas estrangeiras alteram o volume de moeda doméstica em circulação. Quando há grande ingresso de recursos e acúmulo de reservas internacionais, a tendência é o aumento das reservas bancárias. Isto força, mantendo as coisas constantes, uma queda da taxa de juros. Para evitar que isso aconteça, o BCB precisa regular a liquidez, o que ele faz com compromissadas.

A entrada e a saída de moeda estrangeira obrigam o BCB a agir. Por um lado, ele compra e vende moeda estrangeira e, por outro, de forma compensatória, vende e compra títulos públicos. Em caso de superávit do balanço de pagamentos, que pode resultar de ingresso de capital estrangeiro forte o suficiente para cobrir o déficit da conta corrente, o BCB compra moeda estrangeira no mercado de câmbio e acumula reservas internacionais. Contudo, o crescimento das reservas internacionais, um ativo do BCB, implica maior passivo para o próprio BCB. Esse passivo aumenta inicialmente pela emissão de moeda que ocorre como contrapartida da conversão de moeda estrangeira em nacional. A liquidez excessiva implica taxa de juro baixista, o que o BCB evita por meio de um processo chamado de esterilização monetária. Com isso, o passivo do banco central em moeda local com as instituições financeiras se transforma em outro passivo: operações compromissadas (compromisso de recompra).

Por fim, bancos e fundos também são atores centrais no volume de compromissadas no Brasil. Porém, a relação de bancos e fundos com as compromissadas é mais delicada. Este instrumento financeiro fez parte da maneira pela qual o sistema financeiro nacional se desenvolveu no período de alta inflação (1980-1994), ou seja, da estrutura de aplicações do mercado financeiro brasileiro centrada em títulos de baixo risco, alta liquidez e ganhos no *overnight*. Com fim da inflação em 1994, o sistema financeiro nacional foi reestruturado; todavia, a lógica de uso das compromissadas como forma de capitalização – e não como meras niveladoras de liquidez no mercado monetário – se manteve. Não por menos, Pellegrini (2017a) enuncia que o avanço acelerado das compromissadas não enfrentou qualquer resistência por parte do mercado, pelo contrário: vultosos recursos foram aplicados nas compromissadas do BCB.

3 Compromissadas, bancos, fundos e *overnight*

Os bancos e os fundos de investimentos são grandes detentores de títulos públicos federais e de ativos lastreados nesses títulos. Silva e Terra (2021) salientam que os bancos têm nas operações compromissadas do BCB uma oportunidade de aplicar reservas livres, diluir risco e, ainda, colateralizar negócios financeiros. Os fundos, por sua vez, aplicam nelas por serem ativos altamente

líquidos e seguros, podendo utilizar o lastro delas para garantir outros contratos e atender questões regulatórias.

Tratando-se unicamente dos bancos, Terra (2020) diz que eles demandam compromissadas por duas razões: i) quando eles ficam com sobras de dinheiro em caixa; e ii) quando eles querem diluir riscos. No primeiro item, as compromissadas são a última opção que os bancos possuem para emprestar seus recursos livres. Com relação ao segundo, as compromissadas são a primeira opção por representarem segurança.

Para os bancos, as compromissadas são instrumento tradicional para destinação dos recursos livres, de modo que o excesso de reservas é remunerado. Salto e Afonso (2016) explicam que a ausência de um mercado interbancário bem desenvolvido no Brasil faz com que a troca de liquidez ocorra majoritariamente entre bancos e autoridade monetária. Desta forma, sobras de caixa têm a melhor garantia possível.

No âmbito dos fundos, o carregamento de compromissadas ocorre no interesse de responder às necessidades de liquidez, já que o dinheiro aplicado nelas pode ser rapidamente sacado. Lopreato (2008) esclarece que a legislação incidente sobre fundos de investimento estabelece liquidez diária ou de poucos dias nas cotas, o que favorece a aplicação em compromissadas. Dornelas e Terra (2021) consideram que bancos utilizam compromissadas como meio de casar a estrutura de ativo com o passivo de seus balanços, o que reflete a demanda do público por liquidez e segurança. Dessa maneira, há espaço cativo para compromissadas nos portfólios de bancos e fundos de investimento, bastante afeitos a ativos de alta liquidez.

Como resultado dessa íntima relação entre bancos, fundos e compromissadas, o volume de títulos vinculados a estas operações no ativo dos bancos no Brasil foi bastante expressivo após 2006. Os títulos nesta conta somaram R\$714,1 bilhões em 2020. O valor máximo foi compilado em 2015: R\$786,9 bilhões. No caso dos fundos de investimento, houve aumento acentuado das aplicações deles em operações compromissadas. Em 2020, os fundos alocaram R\$919,9 bilhões em operações compromissadas, cerca de 18,28% dos recursos. A maior participação no ativo total ocorreu em 2016, sendo de 23,66%.

Outros fatores também colaboram para a grande mobilização de recursos das instituições financeiras em compromissadas, como a institucionalidade da indexação financeira, reduzidos prazos das captações de recursos por conta da liquidez diária de muitas aplicações financeiras, aversão ao risco e aumento do grau de preferência pela liquidez dos agentes nas crises de 2015-2016 e de 2020-2021. No entanto, a prática de alocar recursos livres em compromissadas, como retratam Salto e Afonso (2016), produz impacto negativo na economia. Isso tem ligação com o aspecto de dívida das compromissadas, que assegura uma espécie de piso para os ganhos das instituições financeiras com a melhor garantia possível numa economia – o Governo Federal e o Banco Central, de tal modo que o investimento produtivo seja preterido.

Além disso, a taxa Selic define a remuneração de parte importante da dívida pública – dos títulos indexados a ela. Portanto, a elevação da taxa básica de juros implica aumento do serviço da dívida e joga mais liquidez na economia. Isto é claramente uma contradição que alimenta um ciclo

vicioso e cujo impacto monetário se transforma em compromissadas, uma dívida de curtíssimo prazo que paga juros que ela mesmo gera.

O alto volume de operações compromissadas no ativo dos bancos e fundos de investimento no Brasil faz parte da institucionalidade construída por décadas, sobretudo no período de alta inflação, a partir da relação entre mercado financeiro, BCB e Tesouro Nacional para oferecer uma estrutura de ativos às instituições financeiras, e ao público em geral, capaz de aliar liquidez diária e alguma remuneração capaz de enfrentar a corrosão do valor de compra da moeda pela inflação galopante da época. A operacionalização da política monetária acaba por disponibilizar um ativo com essas características aos bancos e ao grande público interessados em ganhos com liquidez.

Lopreato (2015) e Dornellas e Terra (2021) afirmam ainda que a forma pela qual se deu o uso de compromissadas no Brasil fez permanecer vigente no sistema financeiro nacional uma institucionalidade similar àquela que vigorava no período de alta inflação, em que a riqueza financeira estava sobretudo aplicada no *overnight*. O mecanismo do *overnight*, muito conhecido e usado no período de elevada inflação, permitiu às instituições financeiras ganho pós-fixado e diário, aliando a possibilidade de resgates imediatos com o privilégio de se obterem ganhos no curto prazo.

É nesse sentido que as operações compromissadas contribuem com a cultura de alta liquidez com rentabilidade assegurada existente no sistema financeiro doméstico, que prioriza as aplicações de curto prazo e sem risco em detrimento do desenvolvimento do mercado de capitais e do investimento produtivo. Não obstante, a alta participação das compromissadas na dívida pública sugere que o circuito *overnight* continua presente na economia brasileira, ainda que a alta inflação não seja a realidade do país há quase três décadas. Assim, as compromissadas corroboram com o perfil curto-prazista e pós-fixado da dívida pública, já que se trata de uma espécie de dívida pública, de curtíssimo prazo e rendimento definido pela Selic (Paula; Sangoi, 2016; Dornellas; Terra, 2021).

As operações compromissadas de recompra são registradas como passivo do BCB. Elas são, ainda, obrigação do Tesouro porque colocam temporariamente títulos públicos federais em poder do mercado. Consequentemente, isto aumenta a dívida bruta com possibilidade de afetar as condições da dívida pública em mercado. Do lado da demanda, as compromissadas são buscadas por serem um ativo altamente líquido e seguro que rende o piso de juros da economia. Portanto, as compromissadas que o BCB coloca em mercado são atraentes para absorver reservas livres dos bancos, mas também por propiciar liquidez, diminuição dos riscos dos portfólios das instituições financeiras e remuneração pela taxa Selic. Além disso, elas oferecerem maior flexibilidade na composição das carteiras.

4 Revisão de literatura

A literatura que abrange o tema das operações compromissadas no Brasil sempre ressalta a importância do acúmulo de reservas internacionais entre 2006 e 2012 para o crescimento do estoque delas. Sabe-se que a aquisição de ativos em moeda estrangeira tem como contrapartida a expansão da base monetária se não houver fatores que atuam para sua contração. Assim, a ausência de fatores que pudessem compensar o impacto monetário expansivo do acúmulo de reservas internacionais levou o BCB a intervir no mercado monetário para resguardar a meta da taxa Selic.

Outro ponto bastante enfatizado na literatura diz respeito à atuação do Tesouro Nacional e os efeitos monetários que decorrem de suas ações. Nesse âmbito, a atenção se volta para o resultado primário, para a emissão de títulos no mercado primário e para o saldo da conta única do Tesouro. Em função dos movimentos fiscais que causaram expansão da base monetária, tais como déficit primário e resgate líquido de títulos, houve aumento do estoque das operações compromissadas.

Pellegrini (2017a) mostrou a relevância que as operações compromissadas assumiram no Brasil. Para tanto, ele comparou o balanço do Banco Central de quatorze países emergentes e com reservas internacionais maiores do que 15% do PIB, realçando o tamanho da carteira de títulos públicos no ativo e usando dados de outubro de 2016. As evidências indicaram que o Brasil foi o único país que fez uso intensivo de compromissadas na condução da política monetária.

Em princípio, a expansão das compromissadas coincidiu com ampliação das reservas internacionais. A forte acumulação de reservas entre 2006 e 2012 teve efeito expansionista sobre a base monetária, exigindo intervenção do Banco Central no mercado monetário, o que se deu por meio de compromissadas. Ou seja, ao comprar dólar no mercado à vista de câmbio, o Banco Central injetou liquidez na economia que foi esterilizada com compromissadas a fim de evitar a queda da taxa Selic (Carbone; Gazzano, 2016; Ferreira, 2016; Pellegrini, 2018).

A Secretaria do Tesouro Nacional (2021) aponta que os resgates líquidos do Tesouro de 2008 até 2014, viabilizados pelos superávits primários, pelos lucros do Banco Central depositados na conta única e pela remuneração desta conta, fez expandir a base monetária e, por consequência, as operações compromissadas. Contudo, a partir de 2014, as emissões líquidas em função dos déficits primários passaram a contrair a base monetária. Desde então não houve pressão sobre operações compromissadas advinda das transações no mercado primário de títulos públicos.

Pellegrini (2017b) observa que, com os riscos fiscais crescentes e não equacionados após 2014, o Tesouro emitiu títulos em valor inferior aos resgates, reduzindo o saldo da conta única. O Banco Central, por sua vez, colocou compromissadas em mercado para retirar o excesso de liquidez resultante. O uso de compromissadas aliviou a pressão no mercado de títulos públicos, pois o mercado estava exigindo juros mais altos e prazos menores para continuar com a posição de títulos em carteira, principalmente daqueles prefixados.

Pellegrini (2017a) aponta outros fatores que impactaram aumento de compromissadas. Para ele, as emissões de títulos em favor do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), a falta de regras que garantissem títulos públicos suficientes para as necessidades da política monetária, as perdas nas operações de *swap* cambial e os lucros do Banco Central destinados ao resgate de dívida pública em mercado também ensejaram o aumento das operações compromissadas.

Ferreira (2016) fez um levantamento da composição do passivo dos Bancos Centrais dos Estados Unidos, da União Europeia, do México, da Coreia do Sul e do Brasil, com dados de 2015 e em percentual do PIB. As operações compromissadas do Banco Central do Brasil representaram cerca de 15% do PIB, ao passo que as compromissadas do *Federal Reserve* e do Banco Central da Coreia não chegavam a 2%, sendo irrelevante no caso do Banco Central Europeu e do Banco Central do México. Diante do excesso estrutural de liquidez nos anos 2000, sobretudo após a crise internacional

de 2008, os países tiveram que absorvê-la. No entanto, somente o Brasil fez uso excepcional de operações compromissadas para esta finalidade.

Tanto Ferreira (2016) quanto Pellegrini (2017a) afirmam que o uso abundante de compromissadas não parece ideal, sobretudo pelos impactos na DBGG. Nesse sentido, o esforço para redução do saldo das compromissadas deve passar pelo alongamento de seu prazo médio, pelo recebimento de depósitos voluntários remunerados, pela autorização para que o BCB emita títulos próprios e pelo aumento das operações de mercado aberto definitivas. Ferreira (2016) denota que a redução das compromissadas pelo uso de instrumentos substitutos pode reduzir a DBGG. Para Pellegrini (2017a), contudo, os substitutos das compromissadas não deixariam de ser dívida pública, mas poderiam melhorar a gestão e o perfil da dívida.

Blikstad (2020) realizou uma análise comparativa da composição do balanço dos bancos centrais e da implementação da política monetária no Brasil, México, Rússia e Turquia, com dados de dezembro de 2014 a junho de 2018. No primeiro plano da análise, ele mostrou que, apesar de o Brasil ter apresentado menor participação das reservas internacionais no ativo do Banco Central em relação aos outros países, houve necessidade de efetuar operações de mercado aberto para absorver liquidez decorrente do acúmulo de reservas. Nos demais países, as evidências não parecem sugerir que as atuações no mercado de câmbio à vista influenciaram a liquidez estrutural e ocasionaram mudanças nas operações de mercado aberto. No segundo plano de análise, os dados sobre estoque de operações de mercado aberto em relação ao PIB mostraram que o Brasil apresentou cerca de 19% do PIB em operações compromissadas para absorção de liquidez, enquanto no México, na Rússia e na Turquia os valores não ultrapassaram 2%, sendo destinadas para injeção de liquidez.

Um aspecto relevante é que o mecanismo *overnight* das compromissadas no Brasil permite às instituições financeiras ganhos pós-fixados e diários, aliando liquidez com rentabilidade assegurada como acontece com os títulos públicos de nula ou baixa *duration*. É nesse sentido que a demanda ativa dos investidores por operações compromissadas estimula o crescimento do estoque delas. A demanda por elas também se justifica por encurtar portfólios, facilitar composição das carteiras segundo as expectativas de cada momento e para a rolagem das operações no *overnight* (Lopreato, 2015; 2008; Paula; Sangoi, 2016).

Para Dornelas e Terra (2021), os bancos também aplicam seus recursos livres em operações compromissadas como uma decisão de investimento e não como mera alocação residual de suas reservas excedentes. Além disso, em determinados momentos, quando os investidores estão buscando ativos mais seguros pela maior aversão ao risco, as operações compromissadas podem ser consideradas uma alternativa aos títulos de vencimentos mais longos vendidos pelo Tesouro Nacional, de modo que, para o Tesouro conseguir vender seus títulos uma condição é posta: *spread* mais alto em relação à Selic paga nas compromissadas do BCB.

Alguns problemas decorrem disto, como o encurtamento do prazo, a maior volatilidade e o alto custo da dívida pública. Inclusive, maiores prêmios são demandados pela desconfiança em relação a sustentabilidade da dívida com este perfil. Não obstante, os investidores financeiros no Brasil não têm incentivos fortes o suficiente para trocar as operações compromissadas e os títulos públicos por outros ativos de longo prazo com maiores riscos, sendo difícil mudar a estrutura financeira de curto prazo vigente no sistema financeiro nacional.

Os autores também apontam que os bancos utilizam compromissadas como meio de casar a estrutura ativa com a passiva de seus balanços. Os bancos e os diversos fundos que eles administram alocam recursos em diversos ativos, dependendo da disposição dos agentes ao risco. As compromissadas servem para fazer frente aos passivos de curto prazo. Assim, a aplicação nelas viabilizam carteiras consistentes com a composição do passivo, diminuindo o risco de descasamento de prazos.

Silva e Terra (2021) argumentam que, quando o Tesouro decide recomprar dívida pública em mercado, de maior maturidade com juros mais altos, há impactos no mercado monetário e nas compromissadas. Esta atuação expande as reservas bancárias livres e compele o Banco Central a atuar com compromissadas, ampliando seu estoque. No fundo, o que se tem é uma troca de dívida, de mais longo prazo por curto prazo.

4.1 Compromissada, dívida pública e overnight

A trajetória de alta da dívida bruta por conta do enxugamento da liquidez com compromissadas levou à alteração da metodologia de contabilidade da dívida bruta no país. Avaliou-se que a inclusão da totalidade dos títulos públicos na carteira do Banco Central, conforme pedem os critérios do Fundo Monetário Internacional, distorcia as estimativas da DBGG brasileira. Os títulos em carteira do BCB mudariam em decorrência, por exemplo, de oscilações do valor das reservas internacionais, algo que não é fruto da operação da política monetária. Isto embasou a alteração metodológica da contabilidade das compromissadas na dívida bruta em 2008, com cálculo retroativo a 2006, quando os títulos do Tesouro se tornaram exclusivos na carteira do BCB.

Desta maneira, passaram a ser consideradas na DBGG apenas os títulos usados nas operações compromissadas e não a totalidade dos títulos em carteira do BCB. Pellegrini (2017b) considera que a inclusão das operações compromissadas no cômputo da dívida pública pode ser inapropriada, pois a natureza delas é monetária e não fiscal. Países que fazem uso moderado delas não as incluem na dívida por se tratar de uma operação feita por bancos centrais que, segundo o padrão internacionalmente aceito, não compõem o Governo Geral.

As operações compromissadas são o segundo maior componente da DBGG. Em 2020, o montante delas atingiu R\$1,235 trilhão, equivalendo a 21,3% da DBGG e a 16,6% do PIB. Em 2006, elas somavam R\$ 77,4 bilhões, 6,5% da DBGG e 3,2% do PIB. Portanto, de 2006 a 2020, as operações compromissadas subiram 14,8 p.p. em relação à dívida bruta e 13,4 p.p. em termos do produto interno.

As principais características das compromissadas como dívida são o alto volume e o prazo bastante reduzido. Sabendo disso, Pellegrini (2017a) afirma que o aumento da participação das compromissadas na dívida bruta reforçou as dificuldades de se romper com o perfil de curto prazo e pós-fixação da dívida pública no Brasil. Por pagar a taxa Selic e por entrar na contabilidade da DBGG, as compromissadas dificultam a prefixação extensa e a evolução do prazo médio da dívida pública como um todo.

Lopreato (2015) ressalta que os avanços na gestão da dívida, especialmente a estratégia de reduzir o peso dos títulos pós-fixados na estrutura da dívida entre 2008 e 2014, estiveram

acompanhados do avanço das compromissadas. Isto deixou praticamente inalterada a estrutura de aplicações do mercado financeiro brasileiro centrada em títulos de baixo risco e alta liquidez.

Para Pellegrini (2017a), a inclusão das compromissadas na mensuração da dívida se justificou por seu uso majorado na política de juros do Banco Central. Além disso, os juros incidentes sobre o estoque implica um dispêndio financeiro pelo BCB que contribui para expandir a liquidez e elevar o saldo das compromissadas. Inclusive, se lançam novas operações compromissadas para arcar com os pagamentos de juros, ou seja, para a rolagem das próprias operações.

5 Fatores condicionantes da evolução das operações compromissadas

A larga expansão das operações compromissadas vista no Brasil a partir de 2006 oportuniza uma investigação acerca de seus fatores condicionantes, ou seja, das coisas que afetaram as condições de liquidez da economia e levaram o BCB a fazer a devida compensação com compromissadas para evitar flutuações na taxa Selic. Os fatores condicionantes são agrupados na alçada de dois agentes, BCB e Tesouro Nacional, tendo-os como síntese de todos os demais agentes da economia. Isso porque os bancos, os fundos e o setor externo travam relação direta com o BCB. Já o Tesouro Nacional sumariza tanto as relações com o público geral, via tributação e gastos do governo, como o relacionamento financeiro com o BCB, destacando-se o resultado contábil do BCB, a carteira de títulos públicos federais em posse do BCB e os depósitos na conta única do Tesouro custodiada no BCB.

Assim sendo, o esboço sintético dos fatores que implicam uso das compromissadas tem o BCB de um lado – com as intervenções cambiais, os recolhimentos compulsórios e outras operações financeiras que realiza – e o Tesouro Nacional do outro – com as emissões e os resgates de títulos públicos, o resultado fiscal e os pagamentos de juros sobre a dívida pública. Há, portanto, atuações com impacto monetário na esfera da autoridade monetária (variações não autônomas das reservas bancárias) e na esfera da autoridade fiscal (variações autônomas das reservas bancárias) que levam ao processamento de operações compromissadas. Dado o volume total das compromissadas, os fatores condicionantes de sua evolução são anotados em termos líquidos – ou seja, o quanto seus movimentos fazem aumentar as compromissadas menos o quanto fazem diminuir. Eis a decomposição dos fatores condicionantes, tal qual Pellegrini (2017a).

Para análise dos fatores que condicionaram a evolução do estoque das operações compromissadas no Brasil no período 2002-2020, parte-se do estoque registrado em 2002, de R\$77,089 bilhões. Na sequência, é feito o cálculo dos fluxos acumulados em moeda nacional e a participação percentual de cada fator em relação à variação do estoque, igual a R\$ 1,244.574 trilhão no período, número que corresponde a 100,0% da variação que resultou no estoque de R\$1,235.799 trilhão em 2020. A variação do estoque é o somatório dos respectivos fluxos, cujos percentuais de participação equivalem a 100,0%. Os cálculos informam a decomposição dos fatores e quanto eles contribuíram, em termos absolutos e relativos, para elevar ou reduzir o saldo das compromissadas entre 2002 e 2020. Os resultados podem ser vistos na Tabela 1.

Quando se observa a participação de cada fator em relação à variação nominal do estoque das compromissadas no período 2002-2020, a aquisição de reservas internacionais representou 19,7%, o resultado das operações de *swap* cambial correspondeu a 6,5%, e os depósitos compulsórios e demais operações do BCB detiveram 3,0 % de participação. Desta forma, os impactos monetários do Banco Central foram responsáveis por 29,1% do total da variação do estoque de compromissadas no período observado.

As operações com títulos públicos no mercado primário tiveram apenas 1,5% de participação. O resultado primário fez a variação das compromissadas avançar 49,6% enquanto as demais operações financeiras do Tesouro fizeram-na recuar 50,2%. Desse modo, o impacto monetário do Tesouro Nacional praticamente se compensou ao longo dos anos, registrando somente 0,9% de participação. Ao mesmo tempo, os juros das operações compromissadas e outras variações patrimoniais representaram 69,9% de participação entre 2002 e 2020, sendo o fator que mais contribuiu para a variação do estoque.

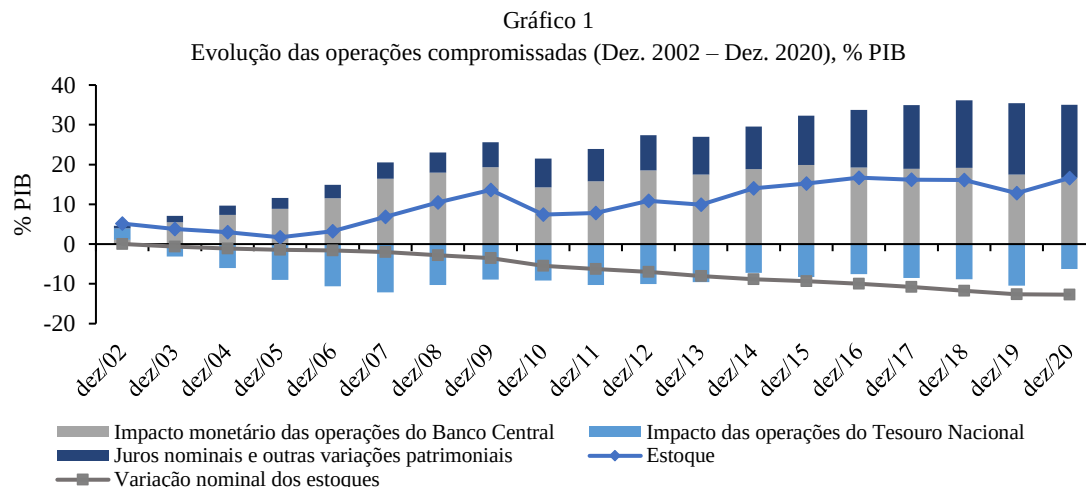
Tabela 1
Fluxo acumulado e participação percentual dos condicionantes das operações compromissadas
(Dez. 2002-Dez. 2020)

	R\$ milhões	Participação (%)
Estoque em Dez/2002	77.089	-
Operações com reservas internacionais	244.833	19,7
Operações de <i>swap</i> cambial	80.309	6,5
Compulsórios e demais operações do Banco Central	37.268	3,0
Operações com títulos públicos	18.682	1,5
Resultado primário do Governo Federal	617.820	49,6
Demais operações financeiras do Governo Federal	-624.873	-50,2
Juros nominais e outras variações patrimoniais	870.536	69,9
Estoque em Dez/2020	1.235.799	-

Fonte: Elaboração baseada em Banco Central do Brasil (2021a).

Nota: Governo Federal inclui Tesouro Nacional e Previdência Social.

Para melhor compreensão desses resultados, o Gráfico 1 ilustra o consolidado dos impactos monetários do Tesouro Nacional e do BCB, além dos juros nominais e a variação nominal dos estoques das compromissadas em percentual do PIB. Nota-se que as operações do BCB, os juros e outras variações patrimoniais das operações compromissadas afetaram o estoque positivamente, ao passo que as operações do Tesouro apresentaram efeito negativo, com exceção de 2002.



Fonte: Elaboração baseada em Banco Central do Brasil (2021a).

No que se refere ao impacto monetário das operações financeiras e monetárias do Banco Central que fizeram o estoque de operações compromissadas crescer, destaca-se o acúmulo de reservas internacionais entre 2006 e 2012. Com a grande entrada de dólar no país nesse intervalo, por conta dos saldos comerciais positivos com o exterior de 2003 a 2007 e dos influxos de capitais internacionais para o país entre 2003 e 2013 (com exceção de 2009) no contexto de alta dos preços das *commodities* e de abundância de liquidez, o BCB acumulou reservas internacionais em seu ativo. Como contrapartida, o estoque de compromissadas no passivo do Banco cresceu, fruto do processo de esterilização.

Outro fator que contribuiu para a expansão das compromissadas foram as operações de *swaps* cambiais. O saldo dos *swaps* era pouco expressivo e mais volátil até 2008, crescendo ativamente após 2013. Por uma perspectiva, este instrumento colaborou para manter o estoque de reservas internacionais elevado, evitando a redução das operações compromissadas que a venda de dólar no mercado à vista poderia causar. Por outra, a tendência de depreciação cambial a partir de 2014 fez com que o resultado dos *swaps* fosse de pagamento do BCB ao mercado pelo fato de a variação cambial mais o cupom cambial superarem a variação da taxa Selic, o que aumentou a liquidez e exigiu contrapartida em compromissadas.

Os depósitos compulsórios e outras operações financeiras do Banco Central também afetaram o saldo das operações compromissadas. Quando os compulsórios foram reduzidos ao final de 2008 e no início de 2009, houve maior uso das compromissadas em virtude da expansão da liquidez no interbancário. Contrariamente, quando os compulsórios subiram no biênio 2010-2011, o uso das compromissadas se arrefeceu. Houve, na prática, troca entre contas do passivo do Banco Central.

Além disso, os números das operações com títulos públicos no mercado primário mostram que os resgates líquidos prevaleceram até 2014. A partir de 2015, no entanto, houve emissões líquidas positivas. O primeiro movimento impulsionou as operações compromissadas, enquanto o segundo as atenuaram.

Houve ainda forte expansão da base monetária de 2008 até 2014 por força dos resgates líquidos do Tesouro, viabilizados pelos superávits primários, pelos lucros do BCB depositados na conta única e pela remuneração desta conta. Isto implicou acentuado aumento das operações compromissadas. Mas as emissões líquidas em função dos déficits primários passaram a contrair a base monetária após 2014. Assim, não houve pressão sobre operações compromissadas advinda das transações no mercado primário de títulos públicos.

O resultado primário do Governo Central foi outro fator que condicionou o saldo das operações compromissadas. Os superávits primários apurados até 2013, por um lado, aumentaram o saldo da conta única do Tesouro Nacional, reduzindo a necessidade de compromissadas. Por outro, ao serem utilizados para o resgate de títulos públicos no mercado primário, abriu-se espaço para colocação de compromissadas a fim de anular os impactos monetários positivos desta operação. Então, o efeito expansionista do resgate de títulos se sobrepôs ao efeito contracionista do aumento da conta única por ação dos resultados primários positivos até 2013.

Com os déficits primários do Governo Central a partir de 2014, o aumento das compromissadas era esperado. Todavia, as emissões líquidas de títulos públicos para atender as necessidades de financiamento do Governo Central amorteceram o aumento. Em outras palavras, a emissão de títulos para financiar o déficit compensou, em parte, o impacto monetário expansionista do déficit primário. Desde 2014, o efeito líquido dos déficits públicos, da maior oferta pública de títulos públicos e da redução no saldo da conta única foi uma pressão adicional sobre as compromissadas.

Outras operações financeiras do Governo Federal, como a concessão de crédito aos bancos públicos, que conta como aquisição de ativos internos, provavelmente gerou alguma repercussão nas operações compromissadas. Destacam-se os aportes de títulos do Tesouro ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) entre 2008 e 2014, sobretudo nos anos 2009-2012, com a política de concessão de créditos subsidiados a determinados setores em meio à crise internacional da época. Porém, o pagamento antecipado de parte da dívida do BNDES com o Tesouro ao final de 2015 e início de 2016, no intuito de estabilizar a DBGG, acabou suavizando o aumento do saldo das compromissadas. O recurso voltou ao Tesouro, porém, a dívida pública emitida para capitalizar o BNDES foi refinanciada. Como o Tesouro não injetou estes recursos na economia por rolar e não recomprar a dívida referente à capitalização do BNDES, arrefeceu-se a necessidade de compromissadas (Pellegrini, 2017a; Ferreira, 2016).

Em 2020, frente aos efeitos da pandemia de Covid-19 sobre a economia, as autoridades monetárias prepararam um pacote de medidas para apoiar a recuperação da atividade econômica. Em agosto deste ano, o Copom decidiu baixar a taxa Selic para o menor patamar histórico, 2,0% a.a. O BCB reduziu a exigibilidade de depósitos das instituições financeiras para manter o sistema bancário sem disfuncionalidades de liquidez. Nessa conjuntura, a alíquota do recolhimento compulsório sobre recursos a prazo caiu de 31% para 25%. Realizou-se ainda operações compromissadas doadoras de recursos para fins de nivelamento de liquidez. Em sentido amplo, as despesas extraordinárias para enfrentamento da pandemia contribuíram para o aumento do saldo das operações compromissadas e, nesse contexto, se destacaram aquelas tomadoras de recursos pós-fixadas Selic, com prazo de até seis meses.

Resta notar o fato autodeterminante do crescimento das operações compromissadas, qual seja, os juros que incidem sobre elas. Na decomposição dos fatores feita anteriormente, foi possível ver a grande participação dos juros na variação do estoque das compromissadas. É preciso considerar que os juros pagos nessas operações injetam liquidez no mercado, e por isso, se lança novas operações para retirar esta liquidez. Além disso, novas compromissadas podem ser colocadas em mercado para rolagem dos compromissos, isto é, para arcar com o pagamento dos juros devidos. Assim, ao contrário dos outros fatores que atuaram tanto para aumentar como para diminuir o volume das compromissadas a depender da natureza dos impactos monetários, os juros sempre ampliaram o estoque delas, pois sempre injetaram liquidez.

A magnitude dos juros pagos depende substancialmente do montante das compromissadas e da taxa Selic. Nota-se que a tendência de queda da taxa básica de juros coaduna-se com a tendência de alta das compromissadas. Aliás, nos anos em que a Selic esteve mais baixa, as compromissadas se elevaram ainda mais, cumprindo seu papel tradicional de absorção de liquidez para evitar uma Selic efetiva abaixo da meta. Apesar da queda da taxa Selic até 2012, mesmo com oscilações importantes, os juros pagos nas compromissadas subiram, como era de se esperar frente à elevação de seu estoque. Mas a subida da Selic em 2013-2015, mantendo-se alta em 2016, resultou em aumento considerável dos juros pagos em 2014-2016, anos em que se verificou forte aumento das compromissadas no contexto de crise econômica brasileira e de restrição de crédito no sistema bancário.

Os juros se tornaram o principal fator de crescimento do saldo das compromissadas depois de 2014, sendo altos no triênio 2014-2016. Nos anos seguintes, o custo do alto volume de compromissadas caiu com as reduções da Selic. Mesmo com o crescimento do estoque de compromissadas de 3,7 p.p. do PIB em 2020 em relação a 2019, os juros cederam com a Selic em 2,0% a.a.. Por fim, os juros foram responsáveis por 69,9% da variação das compromissadas no período 2002-2020. Eles significaram um fluxo de R\$870.536 bilhões, de um estoque cuja variação total foi de R\$ 1.244.574 trilhão.

Enquanto o impacto dos juros nominais e outras variações patrimoniais representaram 69,9% (R\$ 870. 536 bilhões) da variação acumulada do estoque entre 2002 e 2020, o impacto das operações do Tesouro Nacional foi de apenas 0,9% (R\$11.628 bilhões) e o impacto das operações do BCB correspondeu a 29,1% (R\$ 362.409 bilhões). Logo, as ações do próprio BCB foram de longe as grandes responsáveis pelo crescimento das compromissadas. Como pano de fundo dessas operações do BCB estão, (i) o acúmulo de reservas internacionais e (ii) os juros nominais pagos pelas próprias compromissadas.

Note-se que o montante elevado de juros pagos nas compromissadas indica que elas extrapolam a função clássica de esterilização de liquidez e atuam como um grande mecanismo de capitalização de riqueza no país. O normal seria ver as compromissadas administrando a liquidez que os agentes da economia movimentam. Mas o que se percebe é que o BCB precisou enxugar a riqueza criada pelas próprias compromissadas. Isto não é esperado para um instrumento de gestão monetária, mas que na economia brasileira exerce o papel de ativo construtor de riqueza no mercado monetário.

O amplo uso de operações compromissadas no país parece ter raízes na “fusão” entre o mercado monetário e o mercado de dívida pública no Brasil, representado pelo sistema Selic, como sustentam Dornelas e Terra (2021). O Selic foi criado em 1979, durante o período de alta inflação, e

seu funcionamento se assentou, em grande medida, na estrutura de títulos públicos de rendimento indexado à taxa Selic e com prazo de vencimento curto. Na época, a maior parte da dívida interna era financiada no *overnight*. Mesmo após a estabilidade monetária a partir da segunda metade da década de 1990, o perfil do Selic se manteve e nele as operações compromissadas se transformaram em um dos principais ativos financeiros do país, representando uma alternativa interessante aos títulos do Tesouro.

No Selic, o Tesouro se financia pela venda de seus títulos e aporta títulos na carteira do BCB para execução da política monetária. Também nele o BCB negocia os títulos mantidos em sua carteira quando realiza as operações de mercado aberto, sendo que parte majoritária dos títulos servem de lastro às operações compromissadas. Assim, no âmbito da institucionalidade do sistema Selic, a política monetária disponibiliza as instituições financeiras uma opção para os agentes que preferem ativos com alta liquidez e remuneração atrelada à taxa Selic. Nesse sentido, as compromissadas ajudam a preservar a cultura de liquidez com rentabilidade assegurada existente no sistema financeiro nacional.

Eis, portanto, o resultado dessa institucionalidade: os juros pagos nas compromissadas corresponderam a praticamente 70,0% da variação do estoque delas, o que explica muito do aumento de 11,4% da relação compromissadas/PIB no período 2002-2020 e de 14,8% na relação compromissadas/DBGG de 2006 a 2020. Como as operações compromissadas pagam juros e seus estoques precisam ser continuamente rolados, caso contrário a liquidez retorna à circulação, o impacto sobre a dívida bruta é expressivo. E, como a taxa Selic representa o preço das reservas livres emprestadas ao Banco Central por um curto período, o Banco Central desembolsa certa quantia enquanto as reservas estiverem em seu poder, o que ocasiona posterior ampliação do próprio estoque das compromissadas.

Neste particular, o peso dos juros nominais na evolução do estoque das compromissadas expressa o papel destacado que essas operações, sem dúvida com necessidade excessiva de uso, alcançaram no sistema monetário-financeiro doméstico desde meados dos anos 2000, por seus aspectos fundamentais (prazo bastante reduzido, ativo altamente seguro e remunerado pela Selic) e apesar de suas implicações: perda de eficiência da política monetária, aumento da dívida pública, dificuldade em romper com perfil de curto prazo e pós-fixação da dívida, potencial aumento dos prêmios pagos pelos Tesouro na venda de seus títulos de maior maturidade e restrições ao desenvolvimento do mercado de dívida privada.

Não seria exagero dizer que, na atualidade, o circuito *overnight* se mantém na economia brasileira em razão do uso excessivo de operações compromissadas, e que por detrás disso está o desejo dos agentes por aplicações livres de risco e com rentabilidade pós-fixada no mercado financeiro nacional, ou seja, a preferência deles por ativos de curto prazo remunerados com base na taxa Selic.

6 Conclusão

Este artigo analisou, por decomposição, os fatores condicionantes das operações compromissadas que fazem parte da atuação do Banco Central e do Tesouro Nacional. O excesso duradouro de liquidez na economia brasileira a partir de meados da década de 2000 foi

contrabalanceado por meio das operações compromissadas. Com isto, elas avançaram de forma contundente e passaram a pagar importante fluxo de juros, o que, de forma retroalimentadora, contribuiu decisivamente para o crescimento do seu estoque. Da análise, os fatores condicionantes se compensaram ao longo do tempo, com exceção da incorporação de juros sobre o saldo das operações compromissadas, que foram o principal fator que as fizeram crescer, mais do que qualquer outro.

Na variação acumulada do estoque entre 2002 e 2020, o impacto monetário do Banco Central foi bem maior do que o impacto monetário do Tesouro Nacional, 29,1% contra apenas 0,9%. Do lado do Banco Central, os efeitos do acúmulo de reservas internacionais se sobressaíram, seguidos pelos efeitos dos resultados das operações de *swaps* cambiais e, depois, pelos efeitos dos depósitos compulsórios e demais operações financeiras da autarquia. Do lado do Tesouro, se destacou a influência de suas demais operações financeiras, do resultado primário do governo, este mais elevado, e das operações com títulos públicos no mercado primário, este bem pequeno. Ao final, os efeitos do Tesouro se compensaram e ele pouco explicou o crescimento líquido das compromissadas.

Significativos mesmo foram os juros pagos pelas próprias compromissadas, responsáveis por 69,9% da variação nominal do estoque das compromissadas no período analisado. Este fluxo importante de juros sugere fortemente que essas operações não são simplesmente um instrumento de política monetária para gestão da liquidez, mas coetaneamente um ativo demandado como forma de capitalização de riqueza ao longo do tempo. As compromissadas tomadoras de recursos funcionam como ativo financeiro para seus detentores, que têm direito ao recebimento dos juros pagos pelo Banco Central.

Referências bibliográficas

ARAÚJO, C. H. V. *Mercado de títulos públicos e operações de mercado aberto no Brasil: aspectos históricos e operacionais*. Banco Central do Brasil, jan. 2002. 60p. (Notas Técnicas, n. 12).

AZEVEDO, R. Política monetária e dívida pública: um debate além do curto prazo. *Boletim do Banco Central do Brasil*, dez. 2005.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). *Estatísticas – Tabelas especiais – Evolução da Dívida Pública – Tabelas adicionais*, 2021a. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/tabelasespeciais>. Acesso em: 29 jun. 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). *Sistema gerenciador de séries temporais: fatores condicionantes da base monetária*, 2021b. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>. Acesso em: 17 mar. 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Estatísticas fiscais – Nota para a Imprensa – 27 fev. 2008*. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/estatisticas/hist_estatisticasfiscais/202108_Texto_de_estatisticas_fiscais.pdf. Acesso em: 29 jun. 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Fatores condicionantes da evolução da dívida pública. *Nota Técnica do Banco Central do Brasil*, n. 47, p. 1-27, set. 2018.

- BASTOS, E. K. X.; FONTES, P. V. D. S. Mercado de câmbio brasileiro, intervenções do Banco Central e controles de capitais de 1999 a 2012. IPEA, fev. 2014. (Texto para Discussão, n. 1934).
- CARBONE, C.; GAZZANO, M. Relação entre operações compromissadas, reservas cambiais e a conta única. In: BACHA, E. *A crise fiscal e monetária brasileira*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016. p. 315-328.
- CARVALHO, F. J. C. de et al. *Economia monetária e financeira*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.
- DORNELAS, L. N. D.; TERRA, F. H. B. *Selic: o mercado brasileiro de dívida pública*. Campinas: Alínea, 2021.
- FEDERAL RESERVE. Monetary policy implementation. 2021a. Available at: <https://www.newyorkfed.org/markets/domestic-market-operations/monetary-policy-implementation>. Acesso em: 12 fev. 2021.
- FEDERAL RESERVE. Repo and Reverse Repo Operations, 2021b. Available at: <https://apps.newyorkfed.org/markets/autorates/temp>. Acesso em: 12 fev. 2021.
- FERREIRA, C. K. L. A dinâmica da dívida bruta e a relação Tesouro-Banco Central. In: BACHA, E. *A crise fiscal e monetária brasileira*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016. p. 253-270.
- GARCIA, M. Dívida pública, muito maior e mais curta. *Valor Econômico*, 11 dez. 2020.
- LOPREATO, F. L. C. Dívida pública: o limiar de mudanças? Brasília: IPEA, jan. 2015. (Texto para Discussão, n. 2026).
- LOPREATO, F. L. C. Problemas de gestão da dívida pública brasileira. Campinas: IE/Unicamp, jan. 2008. (Texto para Discussão, n. 139).
- PAULA, L. F.; SANGOI, R. Compromissadas, a jabuticaba brasileira. *Valor Econômico*, 24 jun. 2016.
- PELLEGRINI, J. A. *As operações compromissadas do Banco Central*. IFI, out. 2017a. (Estudo Especial, n. 3).
- PELLEGRINI, J. A. *Dívida pública brasileira: mensuração, composição, evolução e sustentabilidade*. Senado Federal, fev. 2017b. (Textos para Discussão, n. 226).
- PELLEGRINI, J. A. *Os efeitos fiscais do uso das reservas internacionais*. IFI, ago. 2018. (Nota Técnica, n. 20).
- PELLEGRINI, J. A. *Reservas internacionais do Brasil: evolução, nível adequado e custo de carregamento*. IFI, mar. 2017c. (Estudo Especial, n. 1).
- PELLEGRINI, J. A. Compromissadas: ruim com elas, pior sem elas. *Folha de S. Paulo*, 26 jul. 2020.
- SALTO, F.; AFONSO, J. R. Vício em compromissadas. *O Estado de S. Paulo*, 9 nov. 2016.

SILVA, C. G. da; TERRA, F. H. B. A dinâmica das operações compromissadas no Brasil. In: ENCONTRO INTERNACIONAL DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA, 14, 2021. *Anais...*

TERRA, F. H. B. Orçamento de guerra, compromissadas e Selic. *Valor Econômico*, 23 jun. 2020.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. *Relatório Especial* – Relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central. Relatório Anual do Tesouro Nacional, 2021.

EDITOR RESPONSÁVEL PELA AVALIAÇÃO

Lilian Nogueira Rolim