

Valor Econômico, 21 de maio de 2020

Quais os reais objetivos do BC na compra de ativos privados?

Efeito colateral da política permitirá que os detentores da riqueza financeira mitiguem as perdas dos últimos meses

Por: Norberto Martins

A promulgação da Emenda Constitucional nº 106, de 7 de maio de 2020, forneceu o arcabouço legal necessário para que o Banco Central do Brasil (BC) atue comprando ativos privados nos mercados secundários de capitais - enquanto vigorar o estado de emergência ligado ao coronavírus. Entre todas as medidas anunciadas pela autoridade monetária durante esta crise, esta talvez seja a mais inovadora.

Uma das principais razões usadas para justificar a mudança constitucional foi que o BC deveria reproduzir o que vem sendo feito por outros bancos centrais ao redor do mundo, em especial, o Federal Reserve nos Estados Unidos e o Banco Central Europeu.

Nessas jurisdições, o expediente da compra de ativos vem sendo utilizado nos momentos em que mudanças na taxa básica de juros já não surtem os efeitos esperados. Em períodos de turbulência financeira, essas mudanças não são transmitidas para taxas e preços dos demais ativos, seja em função das dificuldades de precificação e arbitragem, seja devido à retração das operações dos chamados dealers, responsáveis pela liquidez desses mercados.

Coube então aos bancos centrais assumir o papel de dealers, atuando diretamente na criação de mercado e na determinação dos preços e taxas dos diversos ativos. Há dois objetivos principais nessa empreitada. O primeiro é restaurar o funcionamento adequado dos mercados e seus mecanismos de intermediação. O segundo é introduzir estímulos monetários adicionais, uma vez que os instrumentos convencionais não são capazes de fazê-lo.

Nos Estados Unidos, o lançamento de diversos programas de compra de ativos pelo Federal Reserve é ilustrativo. As iniciativas são uma resposta aos desafios postos pela complexa configuração de mercado, em que boa parte do financiamento das instituições financeiras ocorre via mercados de capitais.

O mercado de commercial papers, títulos de dívida de curto prazo, destina-se principalmente à captação de recursos pelas instituições financeiras. Já os fundos de mercado monetário têm papel central na demanda por esses papéis. Neste arranjo, se os mercados desses dois ativos se tornam disfuncionais, as instituições financeiras podem encontrar dificuldades de financiamento, gerando, potencialmente, consequências sobre todo o sistema econômico.

O Fed atua, então, para que essas consequências não se materializem e a estabilidade sistêmica seja preservada. Importante observar, isso permite uma recuperação dos preços dos ativos, um efeito “colateral” benéfico aos detentores da riqueza financeira.

No caso brasileiro, os debates no Congresso sobre a compra de ativos pelo BC estiveram em muitos momentos apartados da discussão acima. Eles giraram em torno das debêntures, títulos de dívida emitidos por empresas não-financeiras, que não tem a ver com o financiamento dos bancos.

No passado, as debêntures até cumpriram algum papel nas captações bancárias. Havia uma triangulação de recursos para os bancos por meio da emissão desses ativos por empresas de leasing. A leasing ligada a um banco captava e cedia esses recursos à instituição financeira por meio do mercado interbancário. Essa prática, contudo, perdeu força desde 2016, quando foi coibida pelas autoridades brasileiras.

Se não é pela via do financiamento, por meio de qual canal as debêntures poderiam impactar a estabilidade financeira?

O crescimento das emissões de debêntures nos últimos anos foi interpretado como um sinal do aprofundamento dos mercados de capitais no Brasil. Porém, é difícil enquadrar essas operações como típicas de um mercado de capitais “clássico”.

No exterior, a prática bancária evoluiu da concessão de empréstimos para o chamado modelo de originar para distribuir: o banco origina um ativo de

crédito, transforma-o via securitização e o distribui no mercado de capitais, eliminando a exposição original de seu balanço.

No Brasil, esse modelo tem algumas particularidades: o banco origina um ativo de crédito - a debênture - e elimina essa exposição de seu balanço; contudo, ao invés de distribuí-lo amplamente no mercado, boa parte da emissão é destinada aos portfólios dos fundos de investimento por ele administrados.

Neste caso, assegurar o funcionamento do mercado de debêntures implica proporcionar um mecanismo de saída para as carteiras dos fundos dos bancos neste momento de estresse. O BC irá cumprir uma função de comprador de última instância e dealer em um mercado secundário de liquidez restrita, principalmente, ao viabilizar a precificação desses ativos.

Isso contribui para evitar suspensões de resgates dos fundos e para mitigar a depreciação desses ativos. Assim como lá fora, o efeito colateral sobre os preços das debêntures beneficia os detentores da riqueza financeira. Mas, dessa vez, não impacta as condições de financiamento das instituições financeiras.

A estrutura dos passivos dos bancos brasileiros é ainda bastante dependente dos depósitos. Ela varia conforme a instituição, mas das seis consideradas sistemicamente importantes pelo BCB, cinco possuíam cerca de metade das captações associadas a depósitos no final de 2019.

No agregado, além dos depósitos, as principais fontes de captação consistem em operações compromissadas (22,4%) e obrigações de empréstimos e repasses, compostas, por exemplo, por repasses de empréstimos do exterior (17%) – dados de dezembro de 2019. As captações no mercado de capitais, principalmente por meio de letras financeiras, somaram somente 13,4% do total.

Considerando estas questões, ainda são pouco claros os reais objetivos do BC com a política de compra de ativos privados. Neste estágio, não parece que o funding dos bancos dependa dessa medida. Aliás, o BC já lançou mão de várias ações com impactos mais diretos sobre o passivo bancário: reeditou os depósitos a prazo com garantia especial, que facilitam as captações por meio da proteção estendida do Fundo Garantidor de Crédito, e anunciou diversas linhas temporárias de acesso à liquidez. Em particular,

no dia 12 de maio, anunciou a compra de R\$ 17,5 bilhões em letras financeiras garantidas de 27 bancos por meio de uma dessas linhas.

Essas ações parecem ser muito mais relevantes para a segurança do sistema financeiro brasileiro que a vanguardista política de compra de ativos privados. Ela pode até ser útil e desejável, mas cabe ao BC ser transparente em relação a seus objetivos.

Não devemos esquecer dos efeitos “colaterais” dessa política. Eles vão permitir que os detentores da riqueza financeira mitiguem as perdas dos últimos meses. Na economia política brasileira, isso já seria suficiente para justificar a nova forma de atuar do BC.

Link original: <https://valor.globo.com/opiniao/coluna/quais-os-reais-objetivos-do-bc-na-compra-de-ativos-privados.ghtml>