



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

Alexander dos Santos

RECOLHIMENTOS COMPULSÓRIOS E LIQUIDEZ BANCÁRIA: Uma análise do
impacto da regulação dos recolhimentos compulsórios sobre a liquidez bancária (2013–2024)

Rio de Janeiro

2024

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

Alexander Canust dos Santos

RECOLHIMENTOS COMPULSÓRIOS E LIQUIDEZ BANCÁRIA: Uma análise do
impacto da regulação dos recolhimentos compulsórios sobre a liquidez bancária (2013–2024)

Dissertação de mestrado submetida ao corpo docente do programa de pós-graduação em Economia da Indústria e da Tecnologia do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro como parte dos requisitos necessários à obtenção do grau de mestre em ciências econômicas.

Prof. Dr. Luiz Fernando Rodrigues de Paula
Orientador

Prof. Dr. Norberto Montani Martins
Coorientador

Rio de Janeiro
2024

FICHA CATALOGRÁFICA

S237r Santos, Alexander Canust dos.
Recolhimentos compulsórios e liquidez bancária: uma análise do impacto da regulação dos recolhimentos compulsórios sobre a liquidez bancária (2013– 2024) / Alexander Canust dos Santos. – 2024.
83 f.

Orientador: Luiz Fernando Rodrigues de Paula.
Coorientador: Norberto Montani Martins.
Dissertação (mestrado) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Economia, Programa de Pós-Graduação em Economia da Indústria e da Tecnologia, 2024.
Bibliografia: f. 78 – 83.

1. Depósito compulsório. 2. Liquidez. 3. Política macroprudencial. I. Paula, Luiz Fernando Rodrigues de, orient. II. Martins, Norberto Montani, coorient. III. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Instituto de Economia. IV. Título.

CDD 332.1

Ficha catalográfica elaborada pela bibliotecária: Luiza Hiromi Arao CRB/7 – 6787
Biblioteca Eugênio Gudim/CCJE/UFRJ

Alexander Canust dos Santos

RECOLHIMENTOS COMPULSÓRIOS E LIQUIDEZ BANCÁRIA: Uma análise do
impacto da regulação dos recolhimentos compulsórios sobre a liquidez bancária (2013–2024)

Dissertação de mestrado submetida ao corpo docente do programa de pós-graduação em Economia da Indústria e da Tecnologia do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro como parte dos requisitos necessários à obtenção do grau de mestre em ciências econômicas.

Aprovada em:

Prof. Dr. Luiz Fernando Rodrigues de Paula (IE/UFRJ) – Orientador

Prof. Dr. Norberto Montani Martins (IE/UFRJ) – Coorientador

Prof. Dr. Giuliano Contento de Oliveira (IE/Unicamp)

Prof. Dr. Eduardo Figueiredo Bastian (IE/UFRJ)

À minha mãe

AGRADECIMENTOS

À minha mãe, pelo incentivo e apoio incondicional em minha busca por aquilo que ela nunca teve oportunidade de conseguir.

Ao meu orientador e professor Luiz Fernando de Paula, pelos ensinamentos e pela assistência, e que, apesar de carregado com obrigações, prestou-se a me acolher como orientando.

Ao meu coorientador e professor Norberto Montani Martins, pela sugestão de tema desta dissertação, que em caso contrário não teria sido feita.

À banca de defesa, pelas críticas e comentários construtivos.

Aos professores do PPGE/IE da UFRJ, por tudo aprendido durante o Programa.

À querida Uerj, pelas oportunidades dada a quem tem menos, e sem a qual eu não conseguiria ter chegado aqui.

RESUMO

O presente trabalho visa analisar as mudanças na política de recolhimentos compulsórios no Brasil entre o período de 2013-2024. Partindo-se do fato estilizado de que os níveis de recolhimento compulsório no Brasil estão muito acima do nível dos outros países em desenvolvimento, e de países desenvolvidos, com uma análise descritiva das normas referentes aos recolhimentos compulsórios, embasadas com estatísticas descritivas, o trabalho visa compreender o porquê desses níveis serem tão altos. Nesta empreitada, o trabalho também poderá responder para que propósito atualmente o Banco Central do Brasil dá aos recolhimentos, considerando seus níveis, e, dada sua relação dos compulsórios com a liquidez bancária, quais foram o impacto das mudanças nas normas que regem os recolhimentos sobre a liquidez, considerando pontos críticos a Agenda BC+ e a crise da COVID-19, o que permite inferir sua utilidade em conjunto com o índice de liquidez recomendado pelo terceiro acordo de Basileia. O trabalho conclui que apesar do abandono pelo Banco Central do uso dos recolhimentos como instrumento de política monetária, os níveis altos de recolhimento compulsório no Brasil podem também ser explicado pela possibilidade de espaço para medidas de liberação de liquidez que os altos níveis oferecem ao Banco Central, algo que não seria possível em níveis baixos. Apesar das liberações de liquidez por compulsórios parecerem ter efeito de reduzir a liquidez do sistema bancário, o principal propósito do Banco Central foi de redistribuir liquidez pelo Sistema Financeiro Nacional em momentos de crise, de maneira a agir como instrumento de restauração de confiança do sistema bancário, estimulando a expansão dos seus balanços, confirmando assim seu uso prudencial.

Palavras-chave: recolhimentos compulsórios; liquidez bancária; política macroprudencial;

ABSTRACT

The present dissertation aims at analyzing the changes in the policy regarding the reserve requirements between 2013-2024. From the stylized fact that the levels of reserve requirements in Brazil is considerably high compared to other developing countries, and developed countries, with a descriptive analyses of the norms that rule the reserve requirements, subsided by descriptive statistics, the dissertation aims to understand why the levels of reserve requirements are so high, while also seeking to answer which purpose does the Brazilian Central Bank gives to reserve requirements, considering their levels, and, given their relationship with banking liquidity, which impact the regulatory changes in reserve requirements had in banking liquidity, taking critical points in time the Agenda BC+ and the COVID-19 crises, which allows to answer if the reserve requirements has any utility while being used together with the liquidity coverage ratio. The dissertation finds that the Brazilian Central Bank despite abandoning the use of reserve requirements as a monetary policy tool, the levels of reserve requirements can be explained by the possibilities to create measures when the levels are high, something not possible when it's low. Despite the liquidity liberalization by the reserve requirements easing having the banking liquidity reduced, the main purpose the Brazilian Central Bank gave to the reserve requirements was for the redistribution of banking liquidity throughout the Brazilian financial system during crises, as a instrument that restore trust in the banking system, stimulating them to expand their balance sheet, confirming the reserve requirements as a prudential instrument.

Keywords: reserve requirements; banking liquidity; macroprudential policy;

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Ilustração da sobreposição dos períodos de cálculo e movimentação	16
Figura 2 - Alíquota dos Compulsórios (legal) - 2001-2024.....	70
Figura 3 - Participação de cada modalidade de compulsório - 2001-2024	71
Figura 4 - Captações do Sistema Bancário, por instrumento 2013-2024	71
Figura 5 - Compulsórios como proporção do PIB e do total de captações do sistema bancário - 2001-2024.....	72
Figura 6 - Alíquotas dos compulsórios e Taxa Selic - 2012-2024.....	73
Figura 7 - Compulsórios como proporção dos ativos totais, ativos líquidos, e proporção dos ativos líquidos do sistema bancário - 2006-2024	75
Figura 8 - Proporção de ativos líquidos dos ativos totais de cada segmento - 2017-2024.....	76

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	10
2	ASPECTOS TÉCNICOS E OPERACIONAIS	13
2.1	CÁLCULO DA EXIGIBILIDADE	13
2.2	PERÍODO DE CÁLCULO E MOVIMENTAÇÃO	15
2.3	BASE INCIDENTE.....	18
2.4	FORMAS DE RECOLHIMENTO	19
2.5	REMUNERAÇÃO	21
2.6	<i>CARRY-OVER</i> E BANDAS DE CUMPRIMENTO	22
2.7	PENALIDADES.....	23
3	USO DOS COMPULSÓRIOS.....	25
3.1	CONTROLE DOS MEIOS DE PAGAMENTO	25
3.2	CONTROLE DE CRÉDITO	29
3.3	LIQUIDEZ BANCÁRIA.....	34
3.3.1	Algumas considerações sobre liquidez.....	34
3.3.2	Uso dos compulsórios para provimento de liquidez.....	38
4	QUEDA NO USO, E RELAÇÃO COM OS DEPÓSITOS VOLUNTÁRIOS REMUNERADOS E O LIQUIDITY COVERAGE RATIO	43
4.1	ALTERNATIVAS DE CAPTAÇÃO.....	43
4.2	ACORDOS DE BASILÉIA.....	44
4.3	DEPÓSITOS VOLUNTÁRIOS REMUNERADOS	47
5	PADRÕES DE USO, MUDANÇAS REGULATÓRIAS E EFEITOS SOBRE A LIQUIDEZ BANCÁRIA.....	49
5.1	BREVE RESUMO DO PERÍODO DE 1994-2012.....	49
5.2	MUDANÇAS REGULATÓRIAS 2013-2024.....	53
5.3	PADRÕES DE USO 2013-2024 E QUESTÕES RELEVANTES.....	66
6	ESTATÍSTICAS RELACIONADOS AOS RECOLHIMENTOS COMPULSÓRIOS E À LIQUIDEZ.....	69
7	CONCLUSÃO	77
	REFERÊNCIAS	79

1 INTRODUÇÃO

Os requerimentos de reserva compulsórios (na nomenclatura do Banco Central, recolhimentos compulsórios) é um instrumento utilizado pelo Banco Central no qual a instituição financeira recolhe, no Banco Central, um montante em ativos proporcional aos seus passivos, sendo estes usualmente de curto prazo (BCB, 2023c; Carvalho *et al.*, 2015). Apesar de em partes da história ter sido permitido o recolhimento em forma de títulos de dívida pública (Sanches, 1990), inclusive ter sido permitido que parte desse recolhimento fosse mantido em caixa na instituição financeira (BCB, 2020), atualmente o recolhimento se dá exclusivamente em espécie e em conta no Banco Central (BCB, 2023a).

Sua imposição se fundamenta devido ao comportamento dos bancos quanto ao gerenciamento do seu balanço patrimonial relativamente a “aposta” que fazem quanto a saques e transferências (para diferentes conglomerados) de seus passivos de curto prazo (majoritariamente depósitos à vista): uma vez que bancos não esperam que seus depositantes façam saques e transferências a todo momento, e nem conjuntamente, e que estes recursos não recebem rendimentos por estarem “parados”, bancos se veem na oportunidade de utilizar estes recursos para fazer aplicações, e lucrar sobre isto, mantendo em caixa apenas uma pequena parcela de ativos líquidos – isto é, ativos cujo valor é convertível em moeda imediatamente sem acarretar perdas –, como títulos de dívida pública, ou perfeitamente líquidos, como a própria moeda, para fazer frente a saques e transferências de depósitos.

Sua taxonomia varia relativamente (Della Valle, King e Veyrune, 2022; Gray, 2011), sendo mais comum classificados entre objetivos prudenciais e de política monetária, assim podendo ser usada para controle de crédito e gerenciamento de liquidez. Seu uso, além disso, foi historicamente utilizado por motivos macroprudenciais (Carlson, 2013).

De qualquer forma, durante um período definido até os anos de 1980, apesar da importância em garantir um certo grau de liquidez bancária, os requerimentos de reserva compulsório nunca foram suficientes para prevenir uma crise bancária (Goodfriend e Hargraves, 1983). Ao longo do tempo, por isso, as taxas dos recolhimentos compulsórios foram lentamente sendo reduzidas (Frederico, Vegh e Vuletin, 2014), inclusive abandonadas por, majoritariamente, países desenvolvidos (Della Valle, King e Veyrune, 2014), independente das metas almejadas pelos bancos centrais (Ibid.), seja por motivos de competição bancário ou aderência ao Acordo de Basileia III.

As taxas de recolhimento compulsório no Brasil, porém, ainda são altas. Comparado aos países desenvolvidos, que têm média de ~3%, os países em desenvolvimento têm média de

~8% (Ibid.), sendo o Brasil um *outlier* (Montoro e Moreno, 2011), com média legal de 20% (BCB, 2023a), apesar de ter tido uma queda estável ao longo dos anos, de 100% em 1994 para 45% em 2008 e os atuais 20% (BCB, 2023d; 2023a).¹

Inserindo-se neste contexto, o trabalho se propõe a analisar as mudanças regulatórias dos recolhimentos compulsórios do período de 2013-2024. O período se justifica porque, em 2016, o Banco Central se comprometeu a simplificar e otimizar as normas referentes aos recolhimentos por meio da Agenda BC+², que será considerado um ponto crítico para respostas quanto as questões respondidas pelo trabalho.

A análise permitirá compreender, primeiramente, por que motivo as alíquotas de recolhimentos são tão altas no Brasil. Nesta linha, ainda, a análise também irá permitir compreender para qual propósito o Banco Central usa os recolhimentos, o que pode explicar parcialmente seus níveis.

Além disso, o trabalho planeja investigar as medidas e impactos sobre a liquidez bancária dessas mudanças nos recolhimentos. Porque as instituições financeiras são impostas com recolhimentos, parte-se da premissa de que o comportamento delas é de reduzir o volume de ativos líquidos no balanço. A razão para isso é tanto porque ela já tem ativos líquidos reservados (os recolhimentos) quanto porque elas precisam compensar o menor rendimento desses mesmos ativos “bloqueados”, o que as leva a expandir os ativos menos líquidos (e supostamente de maior rendimento) no balanço.

O trabalho tem importância porque é relevante obter respostas quanto a utilidade dos atuais níveis de compulsório no Brasil, isto é, se existe redundância no seu uso (ou no nível atual), dado a existência do índice de liquidez de curto prazo, ou se, neste caso, a sua existência se dá para propósitos diferentes de motivos macroprudenciais ou motivos de política monetária, uma vez que a estabilidade financeira e o controle da inflação são os dois motivos dados pelo Banco Central do Brasil (BCB) pelo seu uso³.

¹ É importante ressaltar que a comparação de alíquotas de recolhimentos compulsórios não é tarefa simples. Tal problema reside no fato de cada Banco Central de cada país impor as alíquotas sobre passivos/ativos diferentes, o que dificulta a comparação. Além disso, também é sempre necessário considerar a proporção que o passivo/ativo representa no balanço das instituições impostas com o recolhimento. De qualquer forma, os dados compilados de alíquotas (que parecem ser para recolhimentos sobre recursos à vista) confirmam o Brasil como um *outlier*. Disponível em: <https://www.ceicdata.com/en/indicator/reserve-requirement-ratio> Último acesso: 14/07/2024

² A Agenda BC+ foi uma agenda de trabalho do BCB que teve como objetivo, dentre outros, buscar eficiência por meio de mudanças estruturais tanto no BCB quanto no sistema financeiro nacional. Dentre os pontos da Agenda estavam a buscar pela simplificação e otimização das normas referentes aos recolhimentos compulsórios, dentro do pilar temático de “crédito mais barato”.

³ Como pode ser lido no site do BCB: “O recolhimento compulsório é mais um dos mecanismos que o Banco Central (BC) tem à disposição na sua caixa de ferramentas na manutenção da estabilidade financeira e de

Assim, após esta introdução, a dissertação segue para a seção 2, onde são analisados aspectos operacionais dos recolhimentos, sempre que possível comparando com outros países. Na seção 3 são analisados os usos dos recolhimentos propostos pela literatura. Na seção 4, busca-se explicar por que os recolhimentos caíram em desuso ao longo dos anos, e qual a sua relação com os depósitos voluntários remunerados e o índice de liquidez de curto (*Liquidity Coverage Ratio*, em inglês). Na seção 5, por sua vez, são analisadas as mudanças regulatórias referentes aos compulsórios no Brasil, onde as questões pertinentes ao trabalho são respondidas. A seção 6 embasa a seção 5 com estatísticas descritivas referentes aos compulsórios e à liquidez. Por fim, a dissertação é concluída na seção 7.

2 ASPECTOS TÉCNICOS E OPERACIONAIS

A seção tem por objetivo analisar os aspectos técnicos e operacionais referentes aos recolhimentos compulsórios, por meio de uma resenha compilatória a partir da literatura existente e das normas publicadas pelo Banco Central do Brasil (BCB).

Pretende-se, assim, analisar as formas de desenhar o sistema de recolhimentos compulsórios, como as penalidades e a remuneração; o atual desenho dos recolhimentos compulsórios no Brasil; e comparar ao desenho dos compulsórios em alguns países selecionados, como Estados Unidos e União Europeia, buscando tirar, sempre que possível, alguma possível motivação por trás do desenho particularmente escolhido, e se ele apresenta alguma vantagem frente às alternativas. Além disso, apesar de, como será visto, não existir um desenho ótimo de compulsórios, existem alguns elementos importantes que precisam estar presentes de maneira que compulsórios surtam efeito, independente do objetivo que se almeja.

2.1 CÁLCULO DA EXIGIBILIDADE

Para o cálculo da exigibilidade dos recolhimentos compulsórios são necessários quatro elementos: o valor sujeito ao recolhimento, a dedução inicial, a isenção, a alíquota e a dedução final.

O valor sujeito ao recolhimento (VSR) são os saldos, em cada dia útil, inscritos em subgrupos e títulos do Padrão Contábil das Instituições Reguladas pelo Banco Central do Brasil (Cosif). A dedução inicial é aquela que é subtraída do VSR para formar a base de cálculo. Matematicamente, fica assim:

$$B_t = \left(\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n VSR_i \right) - D_t$$

onde n é o tamanho do período de cálculo, B_t é a base de cálculo do período t , D_t é a dedução inicial, e o subscrito i é referente ao dia útil no qual foi verificado o saldo. A partir da quantidade de dias úteis determinados pelo BCB será formada uma média que pode assim ser deduzida para formar a base. Importante dizer que esta base específica se aplica a regimes de média (explicado mais abaixo), podendo a base ser composta não pela média de um período, mas pelo saldo do dia menos a dedução inicial.

O valor que será recolhido inicialmente se dá aplicando uma alíquota sobre a equação acima, sendo, porém, possível aplicar outra dedução, a partir das aplicações permitidas pelo

BCB (Carvalho *et al.*, 2015), ou conforme o Nível I do patrimônio de referência (PR)⁴. De qualquer forma, o valor do recolhimento termina por ser:

$$VEC_t = a_p B_t - D_t^e$$

onde VEC_t é o Valor Efetivamente Recolhido no período t , a é a alíquota de um passivo qualquer p , e D_t^e é a dedução do exigível.

Tanto as alíquotas quanto as deduções (iniciais ou sobre a base) podem relevar alguma direção ou postura de política pelo BCB. Nos depósitos de poupança, por exemplo, o BCB já permitiu deduzir dos recolhimentos, desde que não ultrapassasse 30% do recolhimento inicial, operações de crédito para financiamento de capital de giro de pequenas e médias empresas (BCB, 2022a).

Nos depósitos a prazo, por sua vez, o BCB permite uma dedução conforme o Nível I do Patrimônio de Referência (PR) da instituição (BCB, 2021a). Tanto as deduções iniciais quanto as deduções do exigível neste caso usualmente tem o objetivo tanto de reduzir o fardo de imposição dos compulsórios sobre as instituições menores quanto de melhorar a supervisão do BCB, uma vez que as instituições menores usualmente apresentam maior volatilidade em depósitos, o que pode gerar maiores custos de observância relativos à baixa representatividade destas instituições no total. Além disso, o BCB já permitiu que as Letras Financeiras fossem deduzidas dos compulsórios a prazo (BCB, 2021a), o que mostra incentivo, deste modo, a um instrumento de captação em detrimento das formas tradicionais de recursos a prazo.

De qualquer forma, no Brasil⁵, a dedução inicial dos recolhimentos sobre recursos à vista e a prazo são, respectivamente, R\$ 500 milhões e R\$ 30 milhões, não apresentando dedução inicial sobre os recursos de depósitos de poupança.

Diferente das deduções em volume permitidos pelo BCB, o Banco Central Europeu (BCE) também permite que uma dedução sobre títulos de dívida de até 2 anos de maturidade, que tem 1% de compulsório incidente, permitindo uma dedução em proporção, atualmente de 15%⁶.

Em relação às alíquotas, o Brasil impõe estas diferenciando pelo tipo de passivo, mantendo relativamente constante o tipo de instituição obrigada a recolher, sendo a

⁴ O patrimônio de referência (PR) de uma instituição financeira é definido como a soma do Nível I e Nível II. O Nível I é definido como o somatório do Capital Principal e do Capital Complementar. O Capital Principal inclui, dentre outros itens, as reservas de capital e de lucro, e os lucros acumulados, enquanto o Capital Complementar inclui itens que, dentre outras características, são nominativos, em espécie e resgatáveis apenas por iniciativa do emissor. A metodologia do PR é disciplinada pela Resolução nº 4.192, de 1º de março de 2013, e tem o objetivo prudencial de garantir que as instituições contenham um nível mínimo de Capital Principal, de Nível I e de PR.

⁵ Todas as alíquotas e deduções impostas pelo BCB são referentes a março de 2024, exceto quando indicado o contrário.

⁶ BC Europeu. Disponível em: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/mr/html/calc.en.html>

classificação dos passivos: recursos à vista, que incide uma alíquota de 21%; recursos a prazo, que incide 20%; e recursos de poupança (rural e do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE)), que incidem 20%.

Com relação aos depósitos de poupança, porém, existe uma imposição para direcionamento de crédito imobiliário de 65% incidindo sobre depósitos de poupança (BCB, 2018a). Qualquer valor que seja menor que esse precisa ser recolhido obrigatoriamente no BC, o que pode fazer a alíquota de poupança chegar a 85%, em um caso extremo. Caso similar para o direcionamento de microcrédito, que incide 2%, e de crédito rural, também de 65%⁷.

No Brasil, apesar de o compulsório ainda ser relativamente alto comparado a seus pares, as alíquotas também tiveram quedas drásticas ao longo dos anos, saindo de alíquotas marginais de 100% sobre depósitos à vista após o Plano Real, para 45% nos anos 2000, para os atuais 21%. As alíquotas sobre recursos a prazo e de poupança, por sua vez, apesar de terem oscilado ao longo dos anos, se mantiveram no patamar dos 30~20%.

Nos Estados Unidos, por sua vez, o Fed (*Federal Reserve*), antes de zerar as alíquotas sobre os recolhimentos, também permitia uma dedução dos recolhimentos sobre recursos à vista (*net transaction accounts*) por bandas (Fed, 2019), o que efetivamente isentava instituições com menos de U\$ 16 milhões. As alíquotas, por sua vez, eram aplicadas por essas bandas, sendo uma alíquota de 10% sobre instituições com mais de U\$ 127 milhões, além de aplicar uma alíquota de 3% para os depósitos entre estes valores (U\$ 16 milhões e U\$ 127 milhões). Poucas modificações ao longo destes anos ocorreram sobre suas alíquotas.

2.2 PERÍODO DE CÁLCULO E MOVIMENTAÇÃO

O período de cálculo é o período em que é realizado o cálculo demonstrado na seção acima. É o período no qual as instituições terão conhecimento do quanto elas devem recolher junto ao BCB no período de movimentação, que, por sua vez, é o período ao longo do qual os recolhimentos são cumpridos e mantidos pela instituição no BCB (ou em alguma alternativa permitida por este).

Os períodos de cálculo e movimentação podem coincidir ou não, dependendo dos objetivos do BCB, baseados no quão volátil é o mercado de reservas. Quando os períodos coincidem perfeitamente, ele é chamado de contemporâneo; quando não coincidem, é chamado de defasado. Além destes, também existe a possibilidade de um sistema ser semi-defasado, quando o período de cálculo e movimentação se sobrepõe apenas parcialmente. Neste caso, o

⁷ Disponível no Manual do Crédito Rural: <https://www3.bcb.gov.br/mcr>

período de movimentação começaria antes do período de cálculo terminar. Abaixo segue um exemplo ilustrativo, onde a área sombreada indica o período, supondo um período de 5 dias úteis para ambos os períodos de cálculo e de movimentação, e que não haja um *lag* em dias úteis entre os períodos. O *lag* entre os períodos, válido dizer, só tem a utilidade de dar tempo para o processamento de informações pelo BCB.

Figura 1 - Ilustração da sobreposição dos períodos de cálculo e movimentação

Sistema Defasado													
SEG	TER	QUA	QUI	SEX	SÁB	DOM	SEG	TER	QUA	QUI	SEX	SÁB	DOM
Período de Cálculo													
							Período de Movimentação						

Sistema Contemporâneo													
SEG	TER	QUA	QUI	SEX	SÁB	DOM	SEG	TER	QUA	QUI	SEX	SÁB	DOM
Período de Cálculo													
							Período de Cálculo						
Período de Movimentação													
							Período de Movimentação						

Sistema semi-defasado													
SEG	TER	QUA	QUI	SEX	SÁB	DOM	SEG	TER	QUA	QUI	SEX	SÁB	DOM
Período de Cálculo													
							... Movimentação						
Período de Movimentação...													

Elaboração própria.

No Brasil, o sistema utilizado pelo BCB é o defasado, com duas semanas para os períodos de cálculo e movimentação dos recursos à vista, e uma semana para os recursos de poupança e a prazo. Como o elemento adicional, para fins de recolhimento de recursos à vista, as instituições são divididas em grupos A e B, com defasagem de uma semana entre elas, ao critério do Deban (Departamento de Operações Bancárias e de Sistemas de Pagamentos), a princípio sem critério pré-definido, com vistas, possivelmente, a reduzir a volatilidade no mercado interbancário, uma vez que parece haver uma certa distribuição de “peso” de conglomerados entre os grupos⁸.

Nos EUA, o período de cálculo e movimentação dependerá da soma de depósitos à vista e/ou da soma dos depósitos à vista somado a pequenos depósitos a prazo somados a depósitos de poupança (doravante, soma de depósitos), que definirá, por sua vez, a frequência de prestação de informações (Fed, 2019). Assim, por exemplo, para instituições elegíveis que tenham menos que US\$ 16 milhões em depósitos à vista e a soma de depósitos seja menor que US\$ 2,2 bilhões, não há necessidade de prestar contas ao Fed. Já para instituições que detêm mais de US\$ 16 milhões em depósitos à vista ou mais que US\$ 2,2 bilhões em soma de depósitos precisa prestar informações toda semana, além de ser submetida a um período de movimentação e cálculo diferente daquelas no qual detêm menos que US\$ 2,2 bilhões em somas de depósitos,

⁸ A lista das instituições está disponível em:

https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/docscomplementares_rc/relacao_ifs_grupo_a_e_grupo_b.pdf

que por sua vez presta informações ao Fed trimestralmente. Dependendo de qual caso a instituição se encaixa, o período de cálculo e movimentação muda.

Comparado ao desenho dos períodos de cálculo e movimentação dos EUA, o sistema brasileiro é relativamente simples, e não é dependente das somas de depósitos, mas do tipo de passivo que os recolhimentos incidem.

De qualquer forma, o tamanho do período de cálculo é importante porque o seu tamanho, e os dias que ele cai, pode influenciar nas decisões dos bancos, minando potencialmente os objetivos almejados pelo BCB. Um período de cálculo muito pequeno, por exemplo, pode dar espaço para a instituição desinflar o balanço para propositalmente reduzir os compulsórios a serem recolhidos, uma vez que ela tem poder de oferecer uma rentabilidade melhor em captações diferentes, e migrar efetivamente de uma forma de captação para outra. Isso será mais efetivo quanto menos frequente for o período de cálculo. Esse caso não é particular. Um período de cálculo de um único dia é imposto tanto pelo BC Turco⁹, a cada duas semanas, e também pelo BCE, mensalmente (ECB, 2011).

O tamanho do período de movimentação também é importante, uma vez que é esse o período em que os ativos recolhidos ficam imóveis. A importância reside no fato de que um período de movimentação muito grande pode corresponder a um saldo de base incidente muito defasado. Isso pode resultar em um recolhimento excessivamente grande em alguns casos, ou insuficiente em outros. Por exemplo, num período de movimentação grande, os ativos ficam retidos no BCB por um período longo, enquanto a base incidente pode reduzir, o que por fim aumenta as alíquotas efetivas.

É certo que não existe métrica para auferir o melhor tipo de desenho, embora seja claro que a simplicidade pode facilitar as operações tanto dos bancos que têm de recolher quanto do BCB que precisa supervisionar.

De qualquer maneira, cada forma de arranjar os períodos pode ter seus benefícios, dependendo do objetivo do BC (Della Valle, King e Veyrune, 2022). Um sistema contemporâneo, por exemplo, pode ser usado para evitar que os bancos especulem quanto às decisões de política monetária do BC (Gray, 2011), embora faça com que, ao mesmo tempo, os bancos tenham pouco espaço de planejamento, e aumente a incerteza quanto à demanda por reservas, o que pode aumentar a volatilidade no mercado interbancário, consequentemente dificultando as operações do BC. Esse problema, porém, pode ser resolvido se o BC iniciar o

⁹ BC Turco. Disponível em:
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/EN/TCMB+EN/Main+Menu/Core+Functions/Monetary+Policy/Reserve+Requirement+Ratios/>

período de movimentação logo após as reuniões que definem as metas de política monetária, como faz o BCE (ECB, 2011)¹⁰. Além disso, este arranjo de períodos é recomendado quando o BC trabalha com metas quantitativas (Della Valle, King e Veyrune, 2022), como foi o caso do Fed nos anos 80 (Obrian, 2007).

No caso de um sistema defasado, um dos benefícios é o uso do sistema de média. O sistema de média (“*averaging*”) é um sistema de cálculo dos recolhimentos no qual o cálculo é feito por meio de uma média aritmética do saldo de fim de dia dos passivos incidentes. Ele só faz sentido, é claro, em sistemas defasados. Neste caso, este regime garantiria uma menor volatilidade na demanda por reserva, uma vez que garantiria que as reservas demandadas fossem estáveis (no caso, a média calculada), não mudando dia a dia, garantindo que as instituições conheçam relativamente melhor quanto precisará demandar no mercado interbancário para cumprir os recolhimentos, permitindo não só o BC, mas também aos próprios bancos, maior planejamento. Em 2011, era usado amplamente pelos Bancos Centrais que aplicavam os recolhimentos compulsórios (Gray, 2011). Em 2006, todos os Bancos Centrais da OCDE utilizavam um sistema de média (Obrian, 2007).

2.3 BASE INCIDENTE

A base que incidem compulsórios usualmente é definida conforme as características do passivo, como sua maturidade – se é de 1 ou 10 anos, ou se existe possibilidade de resgate antecipado; como o tipo de pessoa para qual o passivo é detido, se é pessoa física ou jurídica, estrangeiro ou residente, ou que tipo de instituição detém o passivo, inclusive; ou a moeda na qual é denominado, como dólar ou a própria moeda doméstica.

Usualmente, a base é composta por passivos de maturidade curta, de até dois anos, independente da moeda em que é denominado (Gray, 2011). A recomendação, porém, pode ser pela incidência sobre qualquer passivo, independente do prazo, de maneira a evitar espaço para isenção dos recolhimentos por meio da preferência de captação por outro instrumento (Della Valle, King e Veyrune, 2022). Isso, porém, pode ser problemático quando o BC tem o poder de usar os compulsórios para influenciar no prazo médio de captação dos bancos.

A recomendação também é de excluir ambas as operações compromissadas (Gray, 2011) e os empréstimos interbancários (Della Valle, King e Veyrune, 2022). A razão para a primeira exclusão reside no fato de que tais operações são lastreadas em títulos, usualmente em títulos de dívida pública, o que reduz relativamente o risco de crédito. Quanto aos empréstimos

¹⁰ O BCE publica os períodos de movimentação do ano até três meses antes do ano começar. Um exemplo pode ser visto em: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220718~d71242334a.en.html>

interbancários, a razão se dá devido à fonte de liquidez que o mercado interbancário pode oferecer, de modo que a “taxação” do mesmo pela imposição de recolhimentos compulsórios pode desestimular este canal importante de liquidez bancária. Além disso, uma vez que estes empréstimos são usualmente feitos entre instituições sujeitas a recolhimento compulsório, a aplicação pode gerar dupla contagem.

No Brasil, os recolhimentos incidem sobre três grandes grupos de captação mais tradicionais, a saber: os recursos à vista, que incluem os depósitos à vista; os recursos a prazo, que incluem diferentes modalidades de depósitos a prazo, além de títulos de emissão própria; e recursos de depósitos de poupança. Além disso, também existe um direcionamento de crédito (imobiliário e microcrédito), no qual o não cumprimento implica em recolhimentos compulsórios adicionais, o que efetivamente aumenta os compulsórios.

Nos EUA, antes dos recolhimentos serem zerados, apenas os depósitos à vista tinham incidência de compulsórios, tendo zerado em 1990 tanto os compulsórios sobre depósitos a prazo quanto aqueles referentes a passivos em Euro (Fed, 2019).

No Japão, os recolhimentos variam de acordo com diversas características, como o tipo de banco, o tamanho do passivo e o tipo de cliente¹¹. Por exemplo, para um banco Norinchukin (cooperativa de crédito agrícola), a alíquota de recolhimentos compulsórios sobre depósitos a prazo é de 0,05%, enquanto para um banco tradicional (comercial e de investimento) as alíquotas variam de 0,05% a 1,2%, dependendo do tamanho dos depósitos. O Japão também é um país que pouco mudou suas alíquotas de compulsórios, mantendo-as constantes desde 1991, com exclusões para alguns tipos de bancos nos anos subsequentes.

O Banco Nacional Suíço, por sua vez, além de impor compulsórios sobre passivos de até 90 dias de maturidade, também impõe sobre *parte* (20%) dos depósitos de poupança, aplicando uma alíquota uniforme de 2,5% (SNB, 2023).

2.4 FORMAS DE RECOLHIMENTO

Os compulsórios podem ser recolhidos em diferentes classes de ativos, como reservas bancárias, papel-moeda em caixa na própria instituição e títulos da dívida pública federal.

Os recolhimentos em reservas bancárias oferecem a vantagem de ser fácil fiscalizar, uma vez que as reservas são depositadas no BCB, e facilmente identificáveis por instituição.

Contrário às reservas, permitir que o caixa da própria instituição seja usado como forma de recolhimento pode gerar problemas de mensuração, uma vez que não é do conhecimento

¹¹ Lista disponível no site do BC Japonês: <https://www.boj.or.jp/en/statistics/boj/other/reservereq/junbi.htm>

exato do BCB quanto as instituições detêm de moeda em caixa, dependendo da fidelidade na prestação de informações pelos bancos. Além disso, moeda em caixa são passíveis de grande instabilidade, cujo saldo depende do dia da semana/parte do mês, o que pode resultar na possibilidade de deficiência nos recolhimentos sem conhecimento do BCB, e assim também não serem passíveis de multas por deficiência.

Essas razões foram algumas das quais o BCB abandonou, em 2018, a permissão de parte dos cumprimentos dos compulsórios por meio dos recursos em caixa (BCB, 2018b). O motivo dado pelo BCB para a extinção desta forma de cumprimento foram (BCB, 2018c), primeiro, que os saldos em caixa nas instituições dificultavam tanto para o BCB quanto auditores independentes em fazer verificação; segundo, que o cumprimento pelo caixa estimulava os bancos a operarem com baixo volume em reserva, o que reduzia o potencial de liquidez para operação no Sistema de Transferência de Reservas (STR), com possibilidade de afetar o fluxo de pagamento neste; terceiro, uma vez que os bancos eram incentivados a manter apenas aquele volume limite de cumprimento, isso gerava desincentivo e interoperabilidade dos caixas de autoatendimento (ATM); e quarto que isso desestimulava os investimentos em meios de pagamentos eletrônicos.

Essa forma de recolhimento, porém, também pode ter benefícios. Dois argumentos a favor seguem (Gray, 2011). O primeiro está relacionado ao fato de a moeda em caixa ser ativo com as principais características parecidas com as reservas. Neste caso, é importante dizer que, apesar de tanto as reservas quanto a moeda em caixa serem idênticas em questões de liquidez e risco de crédito, as duas não podem ser consideradas substitutos perfeitos, o que pode ocasionar problemas operacionais. Neste caso, em um sistema de liquidação bruta em tempo real (LBTR) (*real-real gross settlement system*), a moeda não poderia fazer o mesmo papel que as reservas porque não poderia ser mobilizada com agilidade o suficiente para liquidação de obrigações no mercado interbancário.

O segundo argumento é devido à existência de bancos rurais, que usualmente precisam deter maior quantidade de moeda em caixa comparado aos bancos urbanos.

A forma de recolhimento compulsório pode sinalizar fortemente que tipo de política o BC almeja. Durante todo o período de implementação do mercado de títulos de dívida pública, o BC permitiu o uso dos títulos de dívida pública como forma de recolhimento (Sanches, 1990), com fins claros de desenvolvimento deste mercado. O recolhimento em forma de reservas, por sua vez, como foi feito na maior parte do período pós-Real, sinaliza fins de política prudencial ou monetária. De qualquer forma, no Brasil, para todas as modalidades, apenas espécie (reservas) é permitido como forma de recolhimento.

Nos EUA, por sua vez, a forma primária de recolhimento é o caixa das instituições (Fed, 2019), sendo as reservas utilizadas para cobrir aquela parte que venha porventura ser deficiente. É importante mencionar, porém, que no evento de insuficiência no cumprimento dos compulsórios pelo caixa (falta de reservas, também, neste caso), a instituição paga duplamente pela deficiência: paga primeiro por meios das taxas de *overdraft* – uma espécie de cheque especial para os bancos oferecidos pelo BC –, além de ter de pagar pela deficiência nos compulsórios.

Em 2006, todos os países da OCDE, com exceção de três países (EUA, inclusive), aceitavam apenas reservas como ativos elegíveis (Obrian, 2007). Entre essas exceções, continua a Suíça, que permite também dinheiro em caixa como forma de recolhimento (SNB, 2023), juntamente com a Coreia do Sul, que permite que até 35% dos recolhimentos sejam cumpridos com dinheiro em caixa¹².

2.5 REMUNERAÇÃO

A remuneração imposta aos recolhimentos também sinaliza a postura de política do BCB. Reservas não-remuneradas, ou sub-remuneradas, são uma espécie de imposto sobre os bancos, pelo seguinte mecanismo: como bancos precisam recolher parte dos depósitos que captam em forma de reservas no BCB, essas reservas ficam “paradas” no passivo do BCB, o que gera um custo de oportunidade para os bancos. Para compensar, os bancos aumentam o *spread*, isto é, a diferença entre a taxa de empréstimo e a taxa de captação.

Para que os compulsórios tenham de fato efeito no *spread*, porém, duas características importantes do sistema financeiro precisam estar presentes. A primeira é de que o financiamento direto não pode ser um fácil substituto do financiamento indireto; e a segunda de que seria necessário a ausência de alternativas de captação que não impõem recolhimentos aos bancos. Mais será dito sobre isso na seção de uso dos recolhimentos, mais abaixo.

Neste sentido, porque os recolhimentos compulsórios podem sinalizar a postura de política do BCB, não existe recomendação única quanto à remuneração. Remunerar inteiramente pode ser uma postura de barateamento de crédito ou de não desestímulo a uma fonte específica de captação, onde a remuneração usualmente está no nível da taxa básica, que determinaria marginalmente o custo do crédito. A não-remuneração, ou sub-remuneração, por sua vez, pode indicar uma postura precisamente contrária.

¹² Banco da Coreia. Disponível em: <https://www.bok.or.kr/eng/main/contents.do?menuNo=400029>

Em 2011, a maioria dos Bancos Centrais não remuneravam os recolhimentos (Gray, 2011). Além disso, a remuneração dos compulsórios foi um movimento que pouco mudou desde o início deste século, com a maioria dos Bancos Centrais (~70%) mantendo a não-remuneração dos compulsórios ao longo dos anos, onde, quando há remuneração, elas são feitas pela taxa básica (Gray, 2011; Della Valle, King e Veyrune, 2022).

No Brasil, os recolhimentos sobre recursos à vista não são remunerados (BCB, 2022b); sobre recursos a prazo são remuneradas pela Selic (BCB, 2021a); e os recursos sobre depósitos de poupança são remunerados parcialmente, com o nível de rentabilidade dependente da taxa Selic (BCB, 2022a). Uma vez que a maioria dos recolhimentos advém da incidência sobre os depósitos a prazo (58%), seguidos sobre aqueles incidentes sobre depósitos de poupança (33%) e à vista (9%), no Brasil, a maior parte dos compulsórios tem remuneração pelo menos parcial¹³.

Antes de zerar os compulsórios, os EUA remuneravam inteiramente os compulsórios por sua taxa básica, inclusive permitindo uma remuneração para reservas em excesso, desde que o limite máximo não fosse ultrapassado (Fed, 2019).

Caso parecido é aquele do BCE, que remunera todos compulsórios por meio da média verificada nas suas operações *main refinancing*, principal operação de mercado aberto conduzida pelo BCE. Qualquer reserva em excesso aos compulsórios não é remunerada (EBC, 2011).

2.6 CARRY-OVER E BANDAS DE CUMPRIMENTO

Um *carry-over* em um sistema de recolhimentos compulsórios é a possibilidade da instituição, no final do período de movimentação, “carregar” a deficiência, ou o excesso, nos recolhimentos para o próximo período de movimentação. Seu uso, até 2006, foi comum apenas nos EUA dentre os países da OCDE (Obrian, 2007).

Um *carry-over* no Brasil existe de uma maneira não inteiramente clara. O BCB, apenas para o caso dos recursos à vista, permite que uma deficiência de até 3% do VSR não seja passível de custo financeiro, desde que, no período de movimentação anterior, a instituição tenha cumprido os recolhimentos compulsórios em excesso superior ou igual à deficiência atual (BCB, 2022b), valendo tanto para a deficiência diária quanto na média.

As bandas de cumprimento, por sua vez, são permissões dadas pelo BCB para ser deficiente, ou até mesmo em excesso, durante o período de movimentação (mas não no seu final) em relação aos recolhimentos. Como exemplo, se a instituição precisa recolher, em média, R\$ 100 nos dias úteis do período de movimentação, e o BCB permite um mínimo de

¹³ Cálculos próprios a partir das séries de dados do Sistema de Séries Temporais.

recolhimento de 80%, então a instituição pode recolher, no dia útil, apenas R\$ 80, tendo de cumprir os R\$ 20 remanescente em uma data futura (até o último dia do prazo de recolhimento).

A permissão de bandas de cumprimento também pode ser importante para suavizar a demanda por reservas, uma vez que permite maior espaço de planejamento para a instituição, não cumprindo inteiramente os compulsórios em dias que precisa de mais liquidez, e compensando a deficiência numa data futura.

No Brasil, apenas os recursos à vista podem ser cumpridos em bandas, com permissão de cumprimento de exigibilidade mínima de 65%, sem menções a uma banda máxima pela legislação. Quanto aos recursos a prazo e de poupança, a instituição é obrigada a manter 100% do saldo diário dos recolhimentos na conta de reservas no BCB.

Os EUA também usavam bandas de cumprimento, onde os máximos e mínimos da banda eram definidos por uma soma/subtração da média a ser cumprida por um valor definido pelo Fed, ou de U\$ 50.000, ou de 10% do VSR, o que for maior (Fed, 2019). O caso dos EUA, porém, é particular. O uso de bandas pelos EUA servia exatamente como parâmetro de cumprimento ou não. Quando uma instituição mantinha o saldo dos recolhimentos acima do mínimo da banda, ela era considerada uma instituição que efetivamente cumpriu os recolhimentos (Ibid.), sendo o excesso o caso em que os saldos eram maiores que o máximo da banda. Nestes casos, não existia a necessidade de a instituição cumprir, na média, 100% dos recolhimentos até o fim do período de movimentação, como é o caso brasileiro.

No BCE, por fim, não existe exigibilidade mínima, tendo as instituições de cumprir 100% dos recolhimentos durante todo o período de movimentação (ECB, 2011).

2.7 PENALIDADES

As penalidades aplicadas quanto à deficiência no cumprimento dos recolhimentos podem ser tanto penalidades administrativas quanto pagamentos de custo financeiro.

A primeira forma de penalidade, no Brasil (BRASIL, 2017), compartilha as punições com outras formas de infrações das normas impostas pelo BCB sobre o sistema financeiro, que também pode resultar em custo financeiro (multas). A segunda forma de punição se aplica no volume de recolhimentos deficientes em relação ao saldo mínimo ou ao próprio VSR.

A maneira como essas penalidades são desenhadas é importante porque é dependente desse desenho que as instituições vão arbitrar com as reservas deficientes, o que pode não ser algo desejado pelo BCB. Este mecanismo é simples: se o custo de deficiência for menor que o rendimento que se consegue com o volume de reserva não recolhido, então a instituição irá praticar arbitragem.

Isso pode não ser algo ruim, se o BCB deseja que as instituições façam uso o quanto possível do mercado interbancário. Considerando as taxas cobradas no custo de deficiência, porém, é difícil ver isso acontecendo.

No Brasil, o custo de deficiência para todas as modalidades de compulsórios é a taxa Selic registrada no dia da deficiência mais 4% em fator multiplicativo¹⁴, válido para as deficiências diárias. Para os depósitos à vista, porém, a instituição paga duplamente por deficiência: a primeira deficiência é aplicada na deficiência em saldos diários, quando há falha em cumprir a exigibilidade mínima; e a segunda deficiência é na média das posições diárias, quando a instituição falha, no final do período de movimentação, em cumprir com o recolhimento.

Tanto as falhas em direcionamentos (ou assim recolhimento) de microcrédito (BCB, 2020a) quanto de crédito imobiliário seguem a mesma linha de cálculo das deficiências referentes aos passivos que eles são relacionados (recursos à vista e de poupança, respectivamente).

Além do custo de deficiência, em todas as modalidades de compulsórios, os bancos também são obrigados a prestar explicações ao BC em caso de deficiência por três dias consecutivos ou não, dentre dez dias, independente do pagamento do custo de deficiência, podendo ocasionar penalidades administrativas.

Nos EUA, o custo de deficiência é imposto 1% acima da taxa cobrada pela janela de redesconto do Fed (Fed, 2019), e, como dito, o volume cobrado é aquela com deficiência em relação ao mínimo da banda, e não ao VSR.

As imposições feitas pelo BCE, por sua vez, é provavelmente a mais pesada, e consiste em uma das três opções (a critério do BCE): ou uma imposição de custo financeiro que seja 5% acima da taxa de juros da janela de redesconto (*marginal lending rate*, a taxa usada como teto no sistema de corredor juros do BCE); ou custo financeiro que seja o dobro da taxa da janela de redesconto; ou o requerimento que as instituições mantenham três vezes o montante de compulsórios não recolhidos no BCE ou nos Bancos Centrais Nacionais, sem qualquer remuneração.

¹⁴ $Custo\ de\ deficiência = \left[(1 + selic)^{\frac{n}{252}} * (1 + 0,04)^{\frac{n}{252}} \right] - 1$

3 USO DOS COMPULSÓRIOS

Segundo Borio (2003), um arcabouço prudencial precisa ter duas dimensões. A primeira seria uma dimensão *cross-sectional*, onde o instrumento precisaria ser definido em termos de escopo, no qual é importante diferenciar o tipo de instituição no qual ele é imposto; tamanho da instituição financeira, no qual o instrumento precisaria ser aplicado considerando o seu tamanho, seja em relação à participação do seu balanço no total do sistema financeiro ou exposição a um ativo específico; e calibragem, onde o instrumento precisaria ser aplicado considerando os riscos que a instituição oferece, isto é, se ela oferece um risco isolado ou sistêmico. Esta última está relacionada fortemente ao tamanho da instituição. Os recolhimentos compulsórios, porque podem ser aplicados de maneira diferenciada, atendem a este primeiro critério.

A segunda seria uma dimensão temporal, onde o instrumento precisaria levar em conta os diferentes pontos no tempo dos ciclos econômicos. Porque os riscos são endógenos aos ciclos – a percepção de risco se reduz durante o *boom*, o que pode levar ao aumento da fragilidade financeira –, seria necessário que houvesse um elemento automático no instrumento que levasse em conta a prociclicidade do risco, construindo um colchão emergencial durante as fases expansivas, por exemplo. Neste ponto, os compulsórios também atendem a este critério, uma vez que, por decisão do BCB, eles podem ser liberados.

Deste modo, a seção tem por objetivo analisar os três principais usos dos recolhimentos compulsórios e analisar as implicações prudenciais que o uso possa ter. Assim, serão analisados três usos comuns: o uso (i) para controle de meios de pagamento, (ii) para controle de crédito, e, logo após uma breve revisão sobre (risco de) liquidez, (ii) o uso para fornecimento de liquidez.

3.1 CONTROLE DOS MEIOS DE PAGAMENTO

O primeiro uso atribuído aos recolhimentos compulsórios está relacionado à sua função como controle de agregados monetários (meios de pagamento, neste caso) por meio do chamado “multiplicador monetário”. É um uso ensinado de maneira massiva em livros didáticos dos cursos de graduação em economia¹⁵, mas que perdeu este uso há pelo menos 100 anos (se é que um dia teve) com a criação dos Bancos Centrais, mais facilmente visto pela criação do Fed.

Não se pretende aqui explicar todos os detalhes que possam existir no multiplicador, mas apenas explicar sua mecânica mais elementar. Deste modo, para os meios de pagamento,

¹⁵ Consultar Mankiw (2015) cap. 4, Dornbusch, Fischer e Startz (2013) cap. 16 e Blanchard (2011) cap. 4.

os recolhimentos compulsórios agem como um dos fatores do multiplicador da base monetária, isto é, seria pelo multiplicador monetário e pela base monetária que haveria a determinação do volume de meios de pagamento da economia (Mankiw, 2015). A mecânica vem da visão, denominada visão velha por Tobin (1963), de que sempre, e em qualquer circunstância, os bancos fazem empréstimos proporcionais aos depósitos à vista captados, em um regime de reservas fracionárias. Tal suposição nasce de duas ideias: a primeira de que bancos para fazer empréstimos necessitam de recursos prévios (depósitos à vista, neste caso); e a segunda de que a base monetária é exogenamente determinada pelo BC.

Levando em conta essas duas suposições, os bancos, segundo esta abordagem, captariam recursos por meio de depósitos à vista, prometendo ao cliente honrar o saque quando essa hora chegar, e com a expectativa de que os depositantes não saquem os recursos a todo momento, os bancos poderiam emprestar além do volume de depósitos detidos, na suposição de que apenas parte dos depósitos fosse ser sacado ou transferido para outros bancos (Carvalho *et al.*, 2015, p. 254). De maneira ilustrativa, a tabela abaixo resume o que aconteceria para cada período, supondo apenas um banco em todo o sistema bancário e que não haja preferência por papel-moeda. *DV* são os depósitos à vista, *L* os empréstimos e *R* as reservas totais.

Como poder ser visto na tabela, supondo uma alíquota de recolhimentos compulsórios de 20%, o banco que começa com 100 em reservas, advindas por suposição de 100 u.m (unidades monetárias) captados por depósitos à vista, terminaria por criar, em 9 períodos, 430 u.m. em depósitos à vista e 330 u.m. em empréstimos, apesar de nenhuma unidade de moeda do BC (reservas) ter sido criada no processo, nem captar novos depósitos à vista, apenas criar. O processo é idêntico para o caso do banco que consegue reservas por qualquer outra maneira (seja pela janela de redesconto do BC ou pelo mercado interbancário).

O limite desse processo é o multiplicador monetário. Neste caso, o que aconteceria é que os bancos continuariam a fazer empréstimos enquanto houvesse reservas em excesso no seu balanço (o que abriria espaço para cumprir com os recolhimentos compulsórios da criação de mais depósitos à vista).

Tabela 1 - Exemplo de evolução dos meios de pagamento

Período	DV	L	R
1	100	80	20

2	80	64	16
3	64	51,2	12,8
4	51,2	40,9	10,2
5	40,9	32,7	8,1
6	32,7	25,2	6,5
7	25,2	20,2	5
8	20,2	16,1	4,04
9	16,1	0	16,1
Soma	430,3	330,8	100

Elaboração própria.

O multiplicador monetário é dado pela equação abaixo, seguido pela variação dos meios de pagamento. As demonstrações podem ser lidas em Mankiw (2015), p. 155. Aqui ele foi severamente simplificado dado o objetivo do trabalho.

$$m = \frac{1}{c}$$

$$M1 = DV$$

$$B = R$$

$$\Delta M1 = m\Delta B$$

onde m é o multiplicador monetário, c é alíquota de recolhimentos compulsórios, supondo aqui inexistência de reservas voluntárias e papel-moeda em poder do público. Além disso, B é a base monetária e $M1$ os meios de pagamento.

O multiplicador m significa que aumentos na base monetária teriam seus efeitos deterministicamente multiplicados sobre os meios de pagamento. Como pode ser visto, há duas maneiras, nesta visão, do BC aumentar os meios de pagamento. Ele poderia reduzir compulsório, que aumentaria o multiplicador, ou ele poderia aumentar a base monetária, exogenamente.

Esta abordagem não falha matematicamente, mas falha em perceber a realidade. Isso porque em primeiro momento ela supõe que os empréstimos feitos pelos bancos são uma função das suas captações (neste caso, depósitos à vista), que agiriam como a base multiplicadora para a quantidade de empréstimos dos bancos, isto é, os bancos seriam intermediadores financeiros, retirando recursos de um ponto da economia para outro, o que não é necessariamente verdade. O que acontece é que bancos podem emprestar o quanto acharem que podem, pois não precisam de recursos prévios para o fazer: basta que eles achem tomadores que julgam ter condições de crédito boa o suficiente para conceder o empréstimo, efetivamente criando depósitos à vista (De Paula, 2013), desde que eles cumpram com os recolhimentos compulsórios.

A poupança, neste sentido, seria gerada pela renda criada a partir dos investimentos, que é componente da demanda agregada (que por sua vez determina o nível de renda), e seria

captada por, também, bancos para suas próprias aplicações de modo a auferir lucro por meio do *spread*. Como os investimentos geram a poupança, esta não poderia ser necessária previamente para o financiamento oferecido pelos bancos. Neste sentido, mesmo que as alíquotas de compulsórios fossem a zero, nada garantiria que os bancos concedessem mais crédito.

Talvez o exemplo dos EUA durante a Crise Financeira illustre bem. Como explica Keister e McAndrews (2009), durante a crise, o volume de reservas no sistema financeiro dos EUA saiu da casa dos U\$ 40 bilhões para U\$ 800 bilhões, em poucos meses, de agosto a dezembro de 2008. Apesar da queixa de que os bancos não estavam aumentando a concessão de crédito com a injeção de reservas, a injeção foi crucial para manter a liquidez dos bancos quando estes não mais conseguiam obter ela pelo mercado interbancário, garantindo que os bancos *continuassem* a emprestar. Neste sentido, duas lições importantes para nossa análise podem ser tiradas do período: a primeira de que para o sistema bancário emprestar é necessário que haja confiança dos mesmos nas contrapartes (sejam bancos ou empresas); e a segunda lição é a de que o volume de reservas tem pouco a ver com a concessão de crédito dos bancos, exceto quando o seu volume é abundante ela reduz a incerteza dos mesmos, auxiliando no funcionamento do sistema bancário durante as crises, porque servem para os bancos cumprirem com suas obrigações de curto prazo.

O exemplo também ilustra uma das motivações para a criação do Fed. Após sucessivas crises financeiras nos EUA pelos anos de 1870 ao início do século seguinte, onde para cada crise, bancos, que se viam com vultosos volumes de liquidez no seu balanço, mesmo após liberação dos compulsórios, se recusavam a conceder tanto crédito ao público quanto para bancos com problemas de liquidez, a criação de um BC, o *Federal Reserve*, se fez necessária, com a principal finalidade de ser um emprestador de última instância e fornecedor de liquidez (Carlson, 2013).

Neste sentido, a existência do BC é outro motivo que torna essa razão do uso de compulsório obsoleta. Se porventura acontecesse de um banco qualquer ser limitado pelo multiplicador a conceder empréstimos, no sentido de que ele não tenha reserva o suficiente para expandir sua carteira de crédito, bastaria que o mesmo banco fosse ao BC tomar um empréstimo na janela de redesconto de modo a aumentar seu volume de reservas e assim continuar concedendo empréstimos (Tobin, 1963). É importante dizer, é claro, que estes empréstimos por janela de redesconto podem ser negados pelo BC se não comprovado pelo banco da sua necessidade, no caso brasileiro (BCB, 2021c). Além disso, as taxas impostas são punitivas o suficiente para desencorajar seu uso, o que pode dificultar, nessa linha de raciocínio, a concessão de crédito. Porém, os bancos também poderiam usar o mercado interbancário. De

qualquer forma, os bancos não são limitados, necessariamente, pelo volume de reservas para concessão de empréstimos.

Em segundo momento, essa abordagem supõe que o BC defina exogenamente a base monetária da economia, o que já não é mais verdade, pelo menos desde 1980 (Weiner, 1992). O que acontece é que atualmente a maioria do Bancos Centrais para atingir seus objetivos finais de estabilização de inflação ou de produto de pleno emprego utiliza os juros de curto prazo como metas operacionais, e não agregados monetários, neste sentido agindo no mercado de reservas ofertando e demandando qualquer quantidade de reservas que assim for necessário para atingir sua meta de juros de curto prazo. No Brasil, essa meta é a meta Selic (Sistema Especial de Liquidação e Custódia), apurada pela média ponderada das operações compromissadas de 1 dia (*overnight*) lastreadas em títulos de dívida pública. Neste caso, como não é a base monetária, mas sim os juros de curto prazo que são controlados pelo BC, a base monetária se torna efetivamente endógena, com o BC enxugando (injetando) liquidez no mercado interbancário quando o mesmo estiver pressionando os juros para baixo (cima), isto é, diferente da meta Selic estipulada pelo Copom (Comitê de Política Monetária).

Neste ponto, a liberação de reservas por meio da redução dos compulsórios não significa aumento de empréstimos pelos bancos. E se levarem os bancos a despejá-las no mercado interbancário, isto meramente pressiona os juros de curto prazo para baixo, obrigando o BC a comprar estas mesmas reservas e trazer os juros de volta à meta.

Resumindo, apesar desse regime de multiplicador monetário ser bastante ensinado na graduação, esta razão para a utilização dos compulsórios é meramente teórica, e não mais representa a realidade. Bancos Centrais não miram mais os agregados monetários e bancos não precisam de fundos prévios para fazer empréstimos. Por esse motivo, não oferece qualquer uso prudencial, porque não afeta o volume de crédito dos bancos.

3.2 CONTROLE DE CRÉDITO

A segunda razão para utilização dos recolhimentos compulsórios está relacionada ao crédito bancário, dessa vez com um mecanismo bastante distinto daquele visto anteriormente e objeto de amplo debate. Neste caso, o compulsório, teoricamente, poderia agir como um instrumento de política macroprudencial, reduzindo o crédito nas fases expansivas dos ciclos, se o BC agisse com aumento nas alíquotas.

Esse uso usualmente é atribuído pelo seguinte mecanismo: como bancos precisam recolher parte dos depósitos que captam em forma de reservas no BC, essas reservas ficam “paradas” no passivo do BC, podendo ou não ser remuneradas inteiramente pela taxa

referencial, gerando um custo de oportunidade para os bancos, uma vez que eles precisam renunciar a aplicações rentáveis de parte dos recursos desses depósitos captados.

Historicamente, o BCB já permitiu que parte dos compulsórios pudesse ser mantido em caixa nos próprios bancos ou em forma de títulos da dívida pública federal, o que no segundo caso permitia que parte dos custos fosse mitigado pela rentabilidade dos títulos. Compulsórios em forma de títulos da dívida pública também foram um mecanismo de promoção do mercado deste durante a sua concepção (Sanches, 1990). Atualmente, todos os tipos de recolhimentos são feitos em espécie em uma conta no BC (BCB, 2023b).

De qualquer forma, impedir os bancos de utilizar parte dos seus ativos gera um custo de oportunidade que precisa ser compensado de outras formas. As duas principais formas são o aumento nas taxas cobradas pelo empréstimo ou a redução nas taxas oferecidas às captações, resultando assim no aumento do *spread* bancário.

Para que os compulsórios tenham de fato efeito no *spread*, porém, três características importantes do sistema financeiro precisam estar presentes. A primeira é de que o financiamento direto não pode ser um fácil substituto do financiamento indireto, isto é, dos empréstimos bancários. Neste caso, se os bancos passassem a cobrar mais pelos empréstimos, bastaria que as empresas o substituíssem por emissão de commercial papers ou debêntures, o que em primeiro momento reduziria o volume de crédito concedido pelos bancos. Em segundo momento, porém, haveria um segundo efeito, onde as empresas remanescentes (em geral de menor porte), que não possuem a opção de financiamento direto, tomariam menos crédito devido às taxas maiores. Neste sentido, o aumento do *spread* poderia ter efeitos negativos maiores que aqueles custos de oportunidade impostos aos bancos pelos compulsórios, uma vez que os efeitos negativos sobre o volume de crédito poderiam se sobrepor aos efeitos positivos de uma maior taxa de juros para o rendimento dos bancos.

Neste caso, uma opção poderia ser aumentar o *spread* pela redução nas taxas de captação. Assim, bastaria que fosse necessário que as firmas tomadoras de empréstimos não fossem elas mesmas fontes de captação bancária, o que não é impossível de acontecer.

A segunda característica importante reside no próprio arcabouço regulatório, de modo que, se o banco tem alternativas de captação com características parecidas, mas que não existe obrigação de recolhimentos compulsórios, ele poderia meramente migrar para outros instrumentos. Neste caso, seria necessário a ausência de alternativas de captação que não impõem recolhimentos aos bancos. No Brasil, existe uma variedade de instrumentos de captação que não incidem recolhimentos compulsórios, como as Letras Financeiras (LF) e as Letras de Crédito. Embora elas não cheguem perto, individualmente, de serem tão grandes

como os depósitos a prazo e depósitos de poupança, elas são uma parcela relevante das captações dos bancos (BCB, 2023a).

A terceira característica reside no regime de remuneração dos valores compulsórios depositados no BC, de modo que, para que os compulsórios de fato gerem um custo de oportunidade, seria necessário que a remuneração paga por eles fosse menor que aquela do mercado. A remuneração de mercado certamente pode ser a taxa básica determinada pelo BC, uma vez que essa é a taxa referencial da economia. No Brasil, a maioria dos tipos de requerimentos incide uma espécie de remuneração, sendo a poupança remunerada parcialmente, os depósitos a prazo remunerados inteiramente pela meta Selic, e os depósitos à vista sem qualquer remuneração (BCB, 2023b). Uma vez que a maioria dos recolhimentos advém da incidência sobre os depósitos a prazo (58%), seguidos sobre aqueles incidentes sobre depósitos de poupança (33%) e à vista (9%), no Brasil, a maior parte dos compulsórios tem remuneração pelo menos parcial¹⁶.

Desse modo, se, teoricamente, os compulsórios levarem ao aumento do *spread* bancário, então eles podem atuar como um amenizador da expansão de crédito bancário, efetivamente reduzindo a carteira de crédito dos bancos. Isso seria importante porque a carteira de crédito dos bancos usualmente são os componentes do seu balanço com maior risco (ainda que mais lucrativos), além de também ter os maiores prazos e pouca liquidez, o que aumenta a alavancagem e, possivelmente, a fragilidade financeira dos bancos.

Neste sentido, esse papel dos recolhimentos compulsórios pode tanto ser um instrumento importante de política macroprudencial quanto de política monetária, pois no primeiro caso ele pode atuar para redução do volume de ativos de maior risco dos bancos (empréstimos), e de empréstimos de maiores riscos, inclusive, e no segundo caso pode atuar como controle da demanda agregada pelo canal de crédito, contribuindo para o alcance da meta de inflação. Por outro lado, como será visto mais adiante, os compulsórios também podem ser usados como estímulo a expansão de crédito, por meio das isenções ou obrigações quanto a uma aplicação de crédito específica, comum no Brasil.

Para fins dos dois tipos de política, a literatura é vasta em documentar os efeitos negativos dos recolhimentos no estoque de crédito. Glocker e Towbin (2015) analisam os efeitos dos recolhimentos compulsórios para o caso brasileiro por meio de um modelo de vetor autorregressivo (VAR) estrutural, mostrando que aumentos nos recolhimentos têm efeitos negativos sobre as taxas de empréstimos e assim sobre o volume de crédito.

¹⁶ Cálculos próprios a partir das séries de dados do Sistema de Séries Temporais.

Neste caso, este objetivo no uso dos compulsórios se dá também porque países emergentes são relutantes em usar reduções na taxa de juros nas fases depressivas do ciclo porque isso poderia dar início a uma fuga de capital (*fear of free falling*) e assim causar uma abrupta depreciação cambial e piora na conta corrente, ou de usar aumentos nas taxas de juros nos períodos expansivos, e assim causar massivas entradas de capital (*fear of capital inflows*) e apreciação cambial (Frederico, Vegh e Vuletin, 2014).

De qualquer forma, o compulsório agiria como um substituto da política monetária, de modo que o BC poderia utilizá-lo para expandir o crédito, e assim o nível de atividade econômica, sem preocupações com grandes resultados negativos sobre o câmbio que existiriam pela redução dos juros. Os compulsórios, porém, não parecem ser considerados substitutos da política monetária quando o objetivo é estabilização de preços (Glocker e Towbin, 2015).

De fato, de acordo com Frederico, Vegh e Vuletin (2014), com base numa amostra de compulsórios de 52 países, majoritariamente emergentes, e definindo a atividade/passividade no uso dos compulsórios a partir da frequência de mudança nas alíquotas legais dos recolhimentos compulsórios ao longo do tempo, a tese de que países emergentes de fato agem com política de juros acíclica e compulsórios contracíclico parece se confirmar, com maior intensidade a partir de 2004.

Glocker e Towbin (2012) demonstra, ainda, por um modelo com fricções financeiras que na presença de dívida externa pelas firmas, e uma função dos fluxos de capital internacional às taxas de captação, uma reação dos bancos ao aumento dos recolhimentos compulsórios com aumento da taxa de empréstimo e redução das taxas de captação podem melhorar a estabilidade financeira por meio da redução do crédito interno, e dos ganhos de balanço das firmas, que ganham com a depreciação cambial (devido à presença de dívida externa).

Em qualquer um dos casos acima, porém, foi suposto que a busca pela compensação dos rendimentos “perdidos” pelos bancos não era acompanhada por maior exposição dos bancos, ou mesmo das firmas, ao risco. Isto é, foi suposto que apenas houvesse a presença de um efeito “volume” no balanço dos bancos, mas não um efeito “composição” no seu balanço, com o acréscimo de ativos de maiores riscos. A razão para os bancos se exporem mais aos riscos quando as taxas cobradas pelos empréstimos aumentam pode existir se for suposto que ativos com maiores rendimentos são também ativos com maior possibilidade de *default* (calote), de modo que no evento de aumento das taxas de empréstimos que reduza os empréstimos de baixo retorno do balanço dos bancos (porque eles se tornam inviáveis, ou pouco rentáveis), os bancos se tornar mais propensos aos riscos.

É neste contexto que Glocker e Towbin (2021) analisam os recolhimentos, partindo de um modelo de Cournot com competição bancária perfeita em equilíbrio parcial e taxa de captação exógena, demonstrando que as consequências disso para a fragilidade financeira dos bancos mudam relativamente à ausência da suposição de aumento de risco, pois nesse ambiente seria possível que aumentos no compulsório aumentasse a fragilidade financeira dos bancos, além também de ser possível que a redução nos compulsórios leve à diminuição da mesma, inclusive.

Os resultados teóricos dos autores seguem o trabalho empírico de Dassatti *et al.* (2019). Os autores analisaram, em dois curtos pontos no tempo, o aumento nos recolhimentos compulsórios no Uruguai com base em dados em nível micro dos empréstimos bancários às firmas não-financeiras, utilizando o método diferenças nas diferenças, concluindo que os recolhimentos não só reduzem o crédito como também aumentam o volume de crédito de maior risco.

Neste sentido, apesar de ser vasta a literatura documentando os efeitos negativos dos compulsórios sobre o volume de crédito, também é importante compreender, para objetivos de política macroprudencial, os efeitos que isso poderia ter sobre a tomada de risco dos bancos, o que pode consequentemente aumentar a fragilidade financeira destes ao invés de reduzir.

Isso leva a análise dos compulsórios para a comparação com outros métodos de controle de crédito bancário. Devido ao escopo do trabalho, a comparação só será feita contra os requerimentos de capital, apesar de existir outros (como *Loan to Value*).

Os requerimentos de capital é um padrão regulatório cujo principal objetivo é obrigar os bancos a financiar, no mínimo, parte dos seus ativos com capital próprio, e não mais apenas com recursos de terceiros. Apesar de ainda existir de forma diferente, ele foi introduzido no primeiro acordo de Basileia. Aqui apenas será tratado o padrão deste acordo, devido à simplicidade e escopo do trabalho.

O requerimento de capital, exige, de maneira geral, que bancos financiem seus ativos de maiores riscos com capital próprio, divididos em níveis 1 e 2, sendo o Nível I o mais importante (por ser “permanente”), e comum na contabilidade dos bancos de diferentes países: lucros retidos e recursos advindos de venda de suas próprias ações. Além disso, os ativos a serem cobertos pelo capital tinham a ponderação de risco nivelados em 5 coeficientes (0, 10, 20, 50 e 100%) baseados em, majoritariamente, o risco de crédito que ele oferece (BCBS, 1988). Desse modo, quanto maiores os riscos que o ativo oferecia, mais capital o banco era obrigado a ter para cobri-los. Como exemplo, os títulos de dívida pública interna na carteira dos bancos

não precisariam de cobertura de capital (0%), diferente das ações de outros bancos que requeriam inteira cobertura (100%).

A diferença clara entre os compulsórios e os requerimentos de capital é que, apesar de a possibilidade de os requerimentos de capital terem efeitos sobre a taxa de empréstimo, uma vez que eles são, também, uma imposição de custo, os efeitos que isso tem sobre a tomada de risco são bastante distintos. Uma vez que os bancos têm de pôr como segurança seu próprio capital para financiar ativos de risco, mesmo que aconteça o aumento nas taxas de empréstimos, apenas o efeito volume é significativo. O efeito composição é mitigado porque a presença de ativos de risco no balanço dos bancos precisou automaticamente ser financiados com recursos próprios, independente se eles tenham aumentado ou não, o que no evento de calote do tomador, os bancos ainda têm provisões para cobrir o prejuízo, o que reduz a sua fragilidade.

Isso faz contraste aos compulsórios como instrumento de controle de crédito. Como visto, existe a real possibilidade do aperto nos compulsórios levar a efeitos de composição, aumentando os riscos tomados pelos bancos e assim aumentando sua fragilidade. É importante dizer, novamente, que a análise aqui fica restrita aos padrões recomendados por Basileia I, uma vez que permitir que os próprios bancos definam os coeficientes de ponderação com base nos seus próprios modelos abre a possibilidade de pro ciclicidade na avaliação dos riscos, como foi o padrão recomendado por Basileia II.

Deste modo, os recolhimentos compulsórios também são instrumentos de controle de crédito. Eles, porém, são imperfeitos no sentido de que seus efeitos são imprevisíveis, pois apesar de ser possível reduzir o volume de crédito, ele também pode ter um efeito composição sobre o balanço dos bancos, aumentando, ao invés de reduzir, a fragilidade financeira dos bancos. Além disso, o mais importante é que existem, para os mesmos fins, outros instrumentos que podem alcançar os mesmos objetivos com mais eficácia e previsibilidade.

3.3 LIQUIDEZ BANCÁRIA

3.3.1 Algumas considerações sobre liquidez

Na literatura, liquidez é tanto definida em relação ao agente, como a habilidade de um agente de trocar sua riqueza por outros ativos (Nikolaou, 2009), quanto em termos de qualidade de um ativo (Hicks, 1962). Além disso, um ativo líquido pode ser definido em termos relativos – um ativo é *mais* líquido que o outro – ou absoluto – o ativo *é* líquido –, neste caso com base em uma medida de liquidez.

Segundo Nikolaou (2009), existem três diferentes tipos de liquidez, a saber, a liquidez do BC, a liquidez de funding, e a liquidez de mercado.

A liquidez mais simples é a liquidez do BC. Este tipo de liquidez emana da habilidade do BC de criar liquidez primária, devido ao monopólio de criação da base monetária, ativos mais líquidos possíveis. Porque o BC pode criar, sob restrições impostas pelos seus diferentes mandatos (como estabilidade financeira e metas de inflação), qualquer quantidade de moeda que assim for necessário – inclusive para cobrir o déficit de liquidez que terminam por desviar as taxas de juros da sua meta –, existe baixo (ou nenhum) risco de liquidez fornecida pelo BC.

A existência de risco de liquidez neste caso, é possível argumentar, pode se manifestar devido a restrições que estão além das operações do BC, como, por exemplo, a desaprovação do público quanto ao socorro de instituições financeiras pela compra de seus ativos podres. Mas não é possível argumentar quanto à sua *capacidade* de prover liquidez, que sempre irá existir. Além disso, o BC, na qualidade de suas atribuições de autoridade monetária, também não é considerado um ente constrangido por restrições orçamentárias, tendo cobertos sempre que necessário seus “déficits” pelo Tesouro (Brasil, 2019). Neste sentido, é possível dizer que não existe risco de liquidez do BC.

A liquidez de mercado é a mais comumente conhecida, e talvez aquela que recebe maior atenção. É definida por Hicks (1962), seguindo Keynes, como a qualidade de um ativo de ser transacionado com relativa velocidade sem apresentar perdas significativas. Também pode ser definido apenas em termos de velocidade de transação, onde neste caso a liquidez seria o tempo esperado ótimo para transformar um ativo em moeda (Lippman e McCall, 1986). Tendo por base tais definições, pelo menos três dimensões emanam delas. Uma dimensão de custo (“sem perdas”), de tempo (“relativa velocidade”), e, além delas, de quantidade, uma vez que o volume transacionado também é importante.

Por apresentar um número grande de dimensões, sua medição pode ser difícil, se não impossível. Neste caso, existe uma variedade de medidas para liquidez por dimensões individuais (Holden, Jacobsen e Subrahmanyam, 2014), cada uma apresentando vantagens e desvantagens. Por exemplo, uma opção de medição por custo seria aquela que usa o *spread*, isto é, a diferença entre preços ofertados por quem está vendendo (*ask*) e demandados por quem está comprando (*bid*). Medir, ao mesmo tempo, liquidez por meio das três dimensões, porém, pode ser impossível, e usualmente são medidas por meio do uso de modelos econométricos (Ibid.).

De qualquer forma, alguns pontos sobre a liquidez de mercado são importantes ser comentados. O primeiro é que as dimensões desse tipo de liquidez precisam ser analisadas em conjunto. Por exemplo, um ativo pode ser vendido com relativa rapidez se o vendedor aceitar uma perda significativa no mesmo. A velocidade com que um agente pretende vender um ativo,

deste modo, influencia no preço. Caso similar acontece para o volume transacionado: uma perda pequena de preço significativa na venda de um ativo em pouco volume é mais provável que em volumes altos. Deste modo, não se pode afirmar que um ativo é líquido – ou mais líquido – meramente porque teve a qualidade de ser vendido apenas rapidamente, ou apenas com pouca perda de preço, ou apenas em grande quantidade. O que acontece conjuntamente é importante.

O segundo ponto é que dentro das próprias dimensões existe um sentido relativo. Quando se diz que o ativo para ser líquido precisa ser vendido sem perdas significativas, é necessário saber em relação ao que se estaria medindo tal perda. Pode ser uma perda não esperada, onde o vendedor esperava vender um ativo com certo desconto, mas que este não se verificou grande demais na sua visão. Pode ser uma perda em relação ao preço de compra original, na data passada. Ou ainda uma perda em relação ao preço registrado no mercado.

A liquidez de funding, por sua vez, é aquela relacionada à habilidade dos bancos de cumprir com suas obrigações conforme elas maturam (Nikolaou, 2009). Suas fontes são os depositantes, por meio de captações, como os depósitos a prazo e letras financeiras; o próprio mercado, com venda de ativos, como ações; o BC, através das linhas de assistência de liquidez; e o mais importante, o mercado interbancário.

Segundo Nikolaou (2009), existem interações importantes entre os diferentes tipos de liquidez, existindo uma relação de retroalimentação entre os mesmos, mais especialmente entre a liquidez de mercado e a liquidez de funding, tanto em tempos normais como em tempos de crise.

Porque não criam reservas, mas precisam delas para cumprir com obrigações no sistema de pagamentos e de recolhimento compulsório, bancos estão sempre ou em déficit, ou em superávit de reservas. Em caso de superávit, um banco pode escolher entesourá-la no seu balanço – seja porque o mercado interbancário não é rentável o suficiente ou porque ele espera necessitar de liquidez num futuro próximo –, ou emprestar a outros bancos com necessidade de liquidez pelo mercado interbancário.

Em caso de déficit, por sua vez, um banco precisa ou recorrer ao mercado interbancário, ou da assistência de liquidez do BC, ou vender ativos em mercados organizados.

Em tempos normais, onde há baixo risco de liquidez, todos os agentes, nos diferentes mercados, operam de maneira relativamente coordenada. O BC oferta reservas de maneira a equilibrar a oferta e demanda no mercado interbancário, de modo a garantir que a taxa de juros condiz com sua meta; bancos com superávit em reservas emprestam o quanto acham que podem àqueles que estão em déficit; e o mercado de ativos pode ser usado de maneira contingencial se os preços se apresentar como boa alternativa.

Neste ponto do tempo, o baixo risco de liquidez abriga a estabilidade financeira porque não existe desconfiança suficiente entre os agentes para haver disrupção. Não existe pânico nos depositantes, os bancos acreditam que os riscos de contraparte podem ser cobertos pelo uso do mercado de ativos, ou uso da assistência do BC; e, porque não existe uma depreciação no mercado de ativos, os agentes sabem que os bancos podem fazer seu uso, contribuindo para sua liquidez.

Devido à maneira como os bancos operam, porém, a instabilidade do sistema bancário é inerente a este, o que o torna frágil a choques de liquidez. Isso acontece porque bancos operam alavancados – com recursos de terceiros –, e tem, entre outros papéis, o papel de transformação de maturidade – captam recursos de prazos menores que suas aplicações –, onde a possibilidade de converter os ativos de longo prazo em recursos de uso imediato é pequena. Um dos choques de liquidez possíveis advém de corridas bancárias (Carvalho, 2005).

Uma corrida bancária pode ocorrer devido a um problema de assimetria de informação, onde os depositantes desconfiam, ou não compreendem a magnitude, da situação financeira do banco. Por esse motivo, depositantes “correm” ao banco de maneira a garantir seus depósitos antes dos outros depositantes. Neste caso, mesmo bancos que estão em plena saúde financeira podem ir à falência, uma vez que eles não costumam operar com vultosos volumes de ativos líquidos de maneira a fazer frente a todos os depósitos.

Nesse sentido, um problema gerado por aumento de risco de liquidez de funding pelos depositantes pode se alastrar para os diferentes pontos do sistema financeiro, levando tanto os outros bancos a desconfiar da situação financeira não só deste banco, quanto de outros bancos existentes, uma vez que ninguém sabe ao certo quão saudável cada um é. Isso pode tanto afetar a habilidade do banco em questão conseguir recursos no mercado interbancário, quanto pode afetar o mercado de ativos, uma vez que este banco precisa liquidar os seus ativos o mais rápido possível no evento preferência pela liquidez aguçada dos bancos no mercado interbancário, levando a um empocamento de liquidez. Isso, por sua vez, deprecia e torna mais volátil os preços, afasta os agentes deste mercado, o que afeta a liquidez de mercado, aumentando o risco desta, e em conjunto pode afetar o balanço de todo o sistema bancário, se houver propriedade comum de ativos, gerando ainda mais desconfiança no mercado interbancário.

Neste caso, o aumento do risco de liquidez de funding originado por um problema de assimetria de informações entre os depositantes pode gerar um risco de liquidez de mercado, que por sua vez retroalimenta o risco de liquidez de funding. O processo no sentido contrário também é verdadeiro.

O evento de um choque qualquer sobre o mercado de ativos (ações, por exemplo) pode alastrar uma desconfiança no sistema bancário quanto à saúde do seu balanço – porque as instituições não sabem o quão expostos ao mercado de ações os bancos estão. Neste caso, o processo é parecido: o mercado interbancário começa a secar, os bancos perdem uma fonte importante de liquidez e precisam novamente usar o mercado de ativos, contribuindo para uma ainda maior depreciação nos preços.

Nesses arranjos, o único papel possível do BC é de prevenção da propagação dos choques. O BC, por meio das linhas de assistência de liquidez e por meios de programas de compra de ativos podres, pode contribuir para garantir a liquidez dos bancos, e assim oferecer confiança ao sistema bancário. O BC, porém, é incapaz de impedir que os choques aconteçam, se não pela sinalização de que ele seria o ator que agiria para conter a sua propagação.

Assim, em todos os casos, pode ser percebido que o BC é de extrema importância, pois, como prestador de última instância, é a instituição que vai agir para evitar que choques em um mercado de ativos qualquer se propague por todo o sistema financeiro, e vice-versa.

3.3.2 Uso dos compulsórios para provimento de liquidez

O uso dos recolhimentos compulsórios para fins de provimento de liquidez bancária representa certamente o uso mais comum, e foi o principal motivo para sua criação, além de ser o mais antigo instrumento de garantia de liquidez, tomando formas de tanto instrumento de política macroprudencial quanto de política microprudencial, precedendo a criação dos Bancos Centrais e sua janela de redesconto, inclusive (Carlson, 2013).

Este uso dos compulsórios é usualmente razão de utilização para economias nas quais o mercado financeiro é pouco desenvolvido, no sentido de serem poucos líquidos, o que dificulta os bancos de conseguirem fundos rapidamente com venda de ativos. A justificativa para este uso também é apontada residir tanto na característica sistêmica dos bancos como também dos problemas de risco moral que usualmente existe na janela redesconto, e assim “sobre-bondade” do BC em não recusar estes empréstimos, resultado do conhecimento do sistema bancário sobre sua própria importância, uma vez que os mesmos sabem que sua falência tem a possibilidade de colapsar todo o sistema financeiro, o que conseqüentemente leva o BC a oferecer toda a assistência necessária para que isso não aconteça.

Garantir que os bancos possuam liquidez em reservas (compulsórias ou não) se justifica também devido à ausência de ambas as faces do risco de liquidez associado a qualquer outro ativo considerado ser (altamente) líquido. A primeira face é a ausência de descasamento dos prazos com reservas, uma vez que as reservas detidas são de perfeita prontidão. A segunda está

relacionada ao próprio mercado de ativos líquidos, que costumam secar durante uma crise, o que dificulta aos bancos a venda destes ativos para fazer frente às suas obrigações, outro problema que as reservas não sofrem.

Como instrumento de política microprudencial, os recolhimentos agem como, teoricamente, garantidores dos depósitos dos indivíduos, e de solvência e liquidez do banco individual. Essa razão para seu uso reside no fato de que os bancos são instituições que operam alavancadas, como já explicado. Porque bancos usualmente se veem na necessidade de ter reservas apenas no volume suficiente para cumprir com suas obrigações previstas, mesmo quando remuneradas, existe a possibilidade do seu volume estar abaixo do volume necessário para cumprir de imediato suas obrigações.

As obrigações dos bancos usualmente detêm prazos bem menores àqueles dos ativos, ocorrendo assim descasamento de maturidade, com a possibilidade de uma parte significativa dos seus passivos ser de obrigação imediata, isto é, o depositante pode solicitar a qualquer momento, como são os depósitos à vista e, em menor grau, os depósitos de poupança. Além disso, os ativos além de possuir prazos longos, eles também podem ser de alto risco, o que possibilita a existência de prejuízos a serem cobertos, além de baixa liquidez, o que reduz a possibilidade de venda deles em mercados organizados, ou só possibilita a venda com um considerável corte nos preços.

Neste sentido, se eventualmente o depositante fosse retirar parte dos seus depósitos ou transferisse para outra conta bancária de um banco de outro conglomerado, os bancos precisariam contar com recursos prontos para fazer frente aos saques, sendo estes recursos as reservas bancárias. Assim, os recolhimentos compulsórios podem auxiliar no processo, garantindo que o banco detenha recursos líquidos mínimos no seu balanço para honrar seus compromissos.

Os saques individuais, porém, não parecem nunca ser um problema. Um banco pode, sem grandes dificuldades, na ausência dos compulsórios, captar recursos líquidos no mercado interbancário para honrar uma possível falta de reservas num pequeno volume de saques. É no evento de uma corrida bancária que os bancos podem correr risco de se tornarem ilíquidos, isto é, não deter ativos líquidos o suficiente para honrar suas obrigações de curto prazo.

Neste caso, num aspecto microprudencial, porque os bancos são obrigados a depositar no BC uma parcela dos depósitos em ativos perfeitamente líquidos, os recolhimentos podem ajudar a evitar que os bancos não consigam honrar os saques dos clientes, liberando os compulsórios para utilização deste propósito pelos bancos, evitando que o banco se torne ilíquido. Porque os ativos depositados não perdem valor (no sentido de que eles não têm ganhos

ou perdas de capital), nem tem qualquer risco de crédito, os compulsórios também podem ter sua importância para garantia de solvência do banco, isto é, pode garantir que o banco possa honrar seus compromissos também de longo prazo.

Para o indivíduo, esse aspecto microprudencial pode ser justificado porque depositantes usualmente têm duas características. A primeira é que eles agem em manada, de modo que um problema qualquer relacionado à confiança em relação aos bancos quanto a honra de seus depósitos, onde quer que ele tenha sido gerado, e seja lá qual for o tamanho do problema, ou até mesmo se ele está de fato acontecendo, pode causar um comportamento irracional no coletivo (Calomiris, 1990), onde cada pessoa tenta “chegar primeiro” no banco para garantir o seu próprio depósito, isto é, uma corrida bancária. A existência dos compulsórios poderia mitigar isso, uma vez que garantiria para os clientes que seus depósitos estão seguros.

A segunda é que os depositantes usualmente não estão preocupados com os pormenores da situação financeira dos bancos. Uma vez que os bancos agem com recursos de terceiros, teoricamente, não existe qualquer incentivo para que os bancos cuidem das suas finanças além daquilo que lhes proporcionam lucro, o que abre espaço para maiores exposições ao risco, e assim comprometendo a possibilidade de honrar suas obrigações. Deste modo, garantir que parte dos ativos esteja em perfeita prontidão poderia oferecer segurança aos seus clientes e mitigar a consequência dos riscos tomados pelo banco.

Os compulsórios como instrumento de política microprudencial, porém, foram abandonados relativamente perto da sua criação devido a sua ineficácia em evitar corridas bancárias (Carlson, 2013), além do estabelecimento centralizado de seguro de depósitos como medidas de enfrentamento à Grande Depressão (Calomiris e Jaremski, 2016).

Durante o século XIX, os Estados Unidos sofreram sucessivas crises bancárias na presença dos recolhimentos compulsórios. O problema apontado era sempre o mesmo: não só os recolhimentos falhavam em oferecer liquidez aos bancos com dificuldades no balanço, como também falhava em garantir que bancos com suficiente liquidez oferecessem crédito para aqueles em situação de iliquidez, mesmo no evento de liberação de compulsórios, uma vez que o banco podia agir com incerteza quanto à possibilidade de honra dos empréstimos. Um dos motivos apontados era que o arcabouço regulatório quanto aos compulsórios era incertos, dando alto grau de discricionariedade para o *Office of the Comptroller of the Currency* – uma agência reguladora, com poderes similares a um Banco Central, que supervisionava os bancos nacionais

americanos¹⁷ –, o que gerava a incerteza quantos às punições à subsequente deficiência de compulsórios (Carlson, 2013).

Os compulsórios, porém, é mais facilmente percebido como instrumento macroprudencial. Da mesma forma que os compulsórios ajudam os bancos individuais a se manterem líquidos, eles também têm a capacidade de garantir a funcionalidade do sistema financeiro reduzindo a possibilidade de risco sistêmico, isto é, a possibilidade de um choque em uma instituição financeira se alastrar para todo o sistema financeiro, atingindo a economia real na totalidade (Carvalho, 2005). Neste caso, além da já mencionada possibilidade de controle de crédito, em se tratando de liquidez os compulsórios podem ser usados para garantir que bancos honrem suas obrigações com outros bancos devido à ausência de risco de crédito nas reservas depositadas no BC, o que reduz a possibilidade de um efeito cascata de calote sobre um banco ocasionar o calote de todos os outros bancos.

Além disso, os compulsórios também podem ser usados para promover a seletividade de fornecimento de crédito no mercado interbancário de maneira a garantir que instituições ilíquidas consigam recursos para permanecer em funcionamento e continuar com o fornecimento de crédito. Esse foi um mecanismo importante durante o contágio da Crise financeira de 2008 no Brasil, onde o BCB fez com que uma parcela dos recolhimentos dos depósitos a prazo dos grandes bancos não tivesse qualquer remuneração – contrário a remuneração usual pela Selic –, que poderia ser deduzida da exigibilidade, desde que estes bancos fizessem aquisições de Depósitos Interfinanceiros (DI) e moeda estrangeira dos bancos menores (nos quais eram isentos dos recolhimentos compulsórios), que estavam com problemas de liquidez cujo mercado interbancário não foi capaz de solucionar (porque não havia confiança das grandes instituições nos bancos de pequeno e médio porte) (BCB, 2020b).

Outra maneira que o BC também pode contribuir para a liquidez do sistema bancário por meio dos compulsórios é no próprio desenho de como os compulsórios devem ser calculados e cumpridos, como explicado na seção 2.

Assim, com um sistema defasado, por exemplo, é possível contribuir para relativa previsibilidade de demanda por reservas, uma vez que os bancos saberiam com antecedência quanto em reserva precisaria demandar de maneira a cumprir com os recolhimentos.

O sistema de média seria outro exemplo. Neste caso, este regime garantiria uma menor volatilidade na demanda por reserva uma vez que o valor demandado seria sempre o mesmo, permitindo não só o BC, mas também aos próprios bancos, maior planejamento.

¹⁷ Bancos que tinham permissão para atuar pelo *Comptroller*, agência em nível federal – e não mais em nível estadual –, e que eram submetidos a medidas regulatórias mais rigorosas.

Neste sentido, o bom desenho dos recolhimentos compulsórios contribui para a liquidez porque permite que os bancos tenham planejamento e previsibilidade, o que reduz o montante de liquidez entesourada. Os motivos para entesouramento podem variar, mas algumas razões costumam ser a frequência dos choques de liquidez, a eficiência do sistema de pagamentos e do mercado interbancário, e o tamanho do custo de oportunidade (Della Valle, King e Veyrune, 2022).

De qualquer forma, a incorreta previsão do volume necessário de reserva pode incorrer ou em custos, seja porque os bancos utilizaram mais que planejavam usar em reservas – tendo de fazer uso do mercado interbancário, ou pior, da janela de redesconto –, ou em custos de oportunidade, naquele caso em que o volume de reserva é menor que o previsto, o que, por não oferecer qualquer rendimento, ocorre de os bancos deixar de aplicar os recursos em ativos que oferecem rendimento.

Assim, permitir que os bancos calculem o valor exigível por meio da média, e cumpra os recolhimentos em um sistema defasado, além de dar um espaço de cumprimento (mínimo exigível), permite melhor planejamento tanto para os bancos quanto para o BC, uma vez que estas características reduziriam a volatilidade nos juros do mercado interbancário.

Assim, existem diferentes maneiras do BC utilizar os compulsórios como instrumento de liquidez bancária. É possível garantir que os bancos se mantenham relativamente líquidos, abrigando a estabilidade financeira, por meio de um volume de reservas que os bancos só podem utilizar a critério do BC, além de também ser possível usar o desenho dos compulsórios para esse propósito.

4 DIMINUIÇÃO NO USO, E RELAÇÃO COM OS DEPÓSITOS VOLUNTÁRIOS REMUNERADOS E O LIQUIDITY COVERAGE RATIO

Talvez pela própria multiplicidade de usos que oferecem, e conseqüentemente a dificuldade de controlar o enorme volume de efeitos que ele possa ter, os compulsórios foram drasticamente reduzidos ao longo do tempo (com pequeno uso renovado durante a Crise de 2008) pela maior parte dos países, com maior intensidade nos países em desenvolvimento (Frederico, Vegh e Vuletin, 2014). Em alguns países, como Noruega, Dinamarca, Canada (Lavoie, 2019) e Austrália, e mais recentemente, Estados Unidos, o uso dos recolhimentos compulsórios foi inteiramente abandonado (zerado). Nestes países, o abandono esteve relacionado à reformulação do arcabouço de política monetária, onde o BC passou a adotar um regime de corredor ou piso de juros (Khan, 2010).

4.1 ALTERNATIVAS DE CAPTAÇÃO

Como dito, os compulsórios podem apresentar muitos defeitos. Para controle de crédito, o instrumento se mostra altamente imprevisível; em relação aos meios de pagamento, ele não tem espaço num ambiente que os Bancos Centrais têm juros como meta operacional. Como liquidez, por sua vez, um mercado financeiro suficientemente maduros podem dar alternativas tão liquidas, mas rentáveis, em relação aos compulsórios, como são os títulos da dívida pública interna.

De qualquer forma, um dos motivos prováveis do compulsório ter sido abandonado ao longo dos anos pode ter tido a ver com a possibilidade de os bancos buscarem alternativas de instrumentos de captação que não incidam o recolhimento, e assim não o façam abdicar dos rendimentos. A mais interessante dessas alternativas certamente foram as *sweep accounts* dos bancos comerciais nos EUA durante os anos 90.

As *sweep accounts* eram contas onde os bancos, por meio de um software, automaticamente transferia fundos dos *transation deposits* (depósitos a vista, e outros de pronta demanda), sujeitas ao compulsório, para uma conta que tinha características de poupança, as *money market deposit accounts* (MMDA), que não eram obrigados a recolher compulsório. As MMDA eram contas que foram criadas para reduzir a pressão de competição dos fundos de mercado monetário. Desde que não houvesse saques mais que seis vezes ao mês, elas poderiam ser classificadas como contas de poupança, que não tinha incidência de compulsórios. Sua existência, e o mecanismo automático de classificação, efetivamente reduzia o volume de recolhimentos compulsórios (Anderson e Rasche, 2001).

Numa pesquisa de opinião feita com os bancos publicada pelo Fed em 1998 (Fed, 1998), apenas metade dos bancos entrevistados estavam dispostos a acabar com aquela prática se o Fed passasse a remunerar os compulsórios pela taxa do Fed (*Fed funds rate*), sendo 2/3 deles com essa disposição alguns anos anteriores (Ibid.). A razão para parte dos bancos não quererem abandonar o programa mesmo com a remuneração dos compulsórios era que eles achavam que podiam conseguir rendimentos maiores que o *fed funds rate*. Isso indica que não é apenas os compulsórios que geram a busca por alternativas de captações, mas provavelmente outros fatores, incluindo, certamente, as taxas de juros.

No Brasil, um exemplo de forma de evitar os compulsórios foram o uso de operações repo que emergiu no meio dos anos 2000. As repo, apesar de ser chamada por esse nome, era, na verdade, não uma operação compromissada propriamente dita, mas um substituto do depósito a prazo, com características muito similares a este, segundo Robitaille (2011). Eles cresceram demasiadamente rápido, e ultrapassaram os depósitos de poupança e à vista como forma de funding dos grandes bancos, justamente devido a maior rentabilidade oferecida, inclusive devido à ausência de recolhimento compulsório.

4.2 ACORDOS DE BASILEIA

Outro motivo provável de abandono dos compulsórios pode ter sido a emergência de inovações em regulação e supervisão bancária. Em primeiro momento, por abandono do foco em liquidez bancária, nos acordos de Basileia I e II, e em segundo momento, devido à Basileia III, pela implementação de algumas exigências de liquidez.

Em Basileia I, o objetivo primário do Acordo era a equiparação de condições competitivas no âmbito internacional (Carvalho, 2005), uma vez que os bancos americanos eram submetidos a um ambiente regulatório diferente de bancos japoneses e europeus, por exemplo. O objetivo secundário do acordo era o risco moral envolvendo a atividade bancária, o chamado Pilar 1, uma vez que os bancos, por utilizarem os recursos de terceiros, não se atentam às condições de risco, visando a maximização do lucro.

Em Basileia II, por sua vez, introduziu-se outros dois pilares, onde se visava, no Pilar 2, tornar a supervisão bancária uma atividade rotineira, e no Pilar 3, a padronização contábil e de divulgação de informações, na tentativa de promover a regulação pelos próprios clientes e investidores dos bancos (Torres e Martins, 2018). Em ambos os Acordos, a liquidez bancária não foi simplesmente deixada em segundo plano, mas efetivamente abandonada.

Já em Basileia III, o Acordo definiu dois índices de liquidez, além de capital em excesso (*buffer*) que os bancos deveriam ter (Ibid.). O primeiro índice foi um índice de liquidez de curto

prazo (*Liquidity Coverage Ratio, LCR*, em inglês), e o segundo o índice de liquidez de longo prazo (*Net Stable Funding Ratio, NSFR*, em inglês).

O LCR exige que os bancos detenham ativos altamente líquidos (*High Quality Liquid Assets, HQLA*), em dois níveis de acordo com suas características, de maneira a permitir fazer frente, pelo menos inteiramente, a suas obrigações de liquidez pelos próximos 30 dias em um cenário de estresse (BCBS, 2013). O tempo de 30 dias foi escolhido de maneira a permitir que a autoridade regulatória trace planos de mitigação da crise, ou que a própria instituição possa ela mesma resolver o problema. O estoque de ativos altamente líquidos, por sua vez, são compostos de ativos que contenham baixo risco, fácil precificação, baixa correlação com ativos de risco, amplo mercado, baixa volatilidade, e ativos que sejam historicamente um refúgio de investimento (Ibid.). Os HQLA de Nível I, no Brasil, são compostos por dinheiro em espécie, reservas no BCB e títulos da dívida pública interna (BCB, 2015a).

O NSFR, por sua vez, exige que as instituições financeiras detenham funding (Recursos Estáveis Disponíveis) suficiente e compatíveis com os prazos dos ativos no seu balanço (Recursos Estáveis Requeridos), que se estende para o prazo de 1 ano, baseados no perfil de risco de liquidez que eles oferecem, ponderados por fatores relacionados a estes (BCBS, 2014). Como exemplo de fator de ponderação, passivos que não tenham maturidade definida, como posições vendidas em opções financeiras, não seria opção de funding (fator 0%) calculável no NSFR. Por sua vez, ativos que não requerem funding (0%) incluem as reservas dos bancos depositadas no BC (Ibid.), incluindo os compulsórios (BCB, 2017a).

Devido ao estabelecimento de Basileia III, é possível argumentar que os recolhimentos compulsórios perderam relativamente a importância, e pode ser apontado como uma das razões que levaram a redução do seu uso. Pode se dizer, na verdade, que o LCR pelo menos tornou redundante o uso dos compulsórios como instrumento de garantia de liquidez. Para o cálculo do LCR, a parte dos compulsórios incluídos são apenas referentes a estimativas de saída de caixa do respectivo passivo. Então, como exemplo, se houvesse estimativa de pelos próximos 30 dias, em situação de estresse, de saída de caixa (saques) de R\$ 20 bilhões da poupança, a instituição poderia computar no LCR como ativos de alta liquidez apenas essa parcela dos compulsórios que seriam eventualmente liberados, até um certo limite do total de compulsórios, mas não o restante, parcela que, diga-se de passagem, vai ser liberado para a instituição independentemente das ações do BC. Neste sentido, existe um volume enorme de ativos altamente líquidos que os bancos não teriam acesso, mesmo em momentos de crises.

Neste sentido, parece haver redundância na utilização conjunta de recolhimentos compulsórios e LCR. Enquanto o BC exige que os bancos detenham liquidez para suas

obrigações em situações de estresse, parte dos ativos que poderiam ser, sem qualquer problema, computados no LCR, isto é, considerados ativos para utilização em períodos de estresse, são, na verdade, tratados como, efetivamente, não sendo ativo dos bancos, apesar de ser classificado como ativo dos bancos¹⁸. O problema nesse tratamento, porém, é que ele remete a um questionamento comum aos compulsórios desde sua criação: de que eles são efetivamente ativos mortos, isto é, não existe clareza quanto às situações nas quais ele pode ser usado (Carlson, 2013).

Um ponto de vantagem dos compulsórios é que eles são coletados pelo BCB com base em cálculos semanais, oposto ao LCR, supervisionado pelo BCB trimestralmente. Porque em ambos os casos o volume vai depender dos bancos publicarem aquilo que está presente no seu balanço – isto é, tanto os depósitos quanto os ativos líquidos e a estimativa de caixa é algo que os bancos informam ao BCB, e não que o BCB sabe *de fato* –, em nenhum dos dois casos a possibilidade de adulteração é descartada. Porém, é possível argumentar que por ser mais frequente, os compulsórios têm uma possibilidade de adulteração reduzida.

Nesse caso, devido ao intervalo de publicação, os bancos também podem engajar em arbitragem regulatória, fechando posições em ativos de maior risco e menos líquidos perto da data de supervisão do BC para “inflar” seu balanço de ativos altamente líquidos, e assim fazer a publicação de um LCR maior¹⁹. Tal prática dificilmente poderia acontecer com os compulsórios, uma vez que não só teria de ser feito em períodos muito curtos, como também com passivos mais difíceis de serem substituídos num curto intervalo de tempo. Além disso, os bancos precisariam permanecer com funding diferente dos depósitos por um intervalo dentro das duas semanas do período de cálculo, o que certamente poderia representar custos à instituição.

Outra vantagem que o compulsório apresenta está relacionado a quais bancos eles são impostos. No caso do LCR, apenas instituições que são sistemicamente importantes (Segmento 1²⁰), isto é, instituições que tem porte superior a 10% do PIB ou que tem atividades

¹⁸ A classificação simplificada por ser acessado aqui: <https://www3.bcb.gov.br/aplica/cosif>

¹⁹ Talvez um ponto importante a esclarecer aqui é que o cálculo referente aos ativos altamente líquidos computados no LCR também é feito por média diária simples (BCB, 2015), similares ao cálculo do valor sujeito ao recolhimento de compulsórios. Porém, como o intervalo de publicação é maior, pode ainda sim ser possível argumentar pela possibilidade de arbitragem regulatória.

²⁰ A segmentação é uma metodologia do BCB para dividir as IFs em relevância quanto ao risco sistêmico, de maneira que o BCB saiba melhor quais IFs ele deve supervisionar com mais atenção. Assim, por exemplo, um dos parâmetros utilizados pelo BCB é o seu porte, medido ou pela exposição total em relação ao PIB ou pelo total de ativos em relação PIB, dependendo se a IF é ou não sujeita a apuração da exposição total. Deste modo, o Segmento 1 seriam IFs com relevância internacional ou porte ou ativos em relação ao PIB maior que 10%, que seriam obrigadas a se alinhar inteiramente às recomendações de Basileia; o Segmento 2 entre 1% e 10%, que não precisaria de adequar inteiramente às recomendações; o Segmento 3 entre 0,1% e 1%, que teriam regras ainda

internacionalmente relevantes (BCB, 2017b), são obrigadas a manter LCR acima de 1 (BCB, 2015a), o que efetivamente se aplica apenas a 12 conglomerados ou instituições independentes. Os compulsórios, por sua vez, são aplicados a qualquer instituição, embora isenta efetivamente um punhado de instituições, devido às deduções impostas. Para o caso de depósitos à vista, por exemplo, conforme os dados do IF.Data, em março de 2024, 64 conglomerados financeiros ou instituições independentes têm mais que R\$ 500 milhões em depósitos à vista. Como a dedução é atualmente de 500 milhões, pode ser dito que 64 conglomerados financeiros ou instituições independentes são obrigados a recolher compulsórios.

Isso certamente tem efeitos sobre a liquidez do sistema bancário. A redundância do LCR (ou dos compulsórios) só vai ser aplicado para as grandes instituições, o que pode não ser exatamente redundante quando consideramos que essas instituições são importantes numa visão de risco sistêmico. A imposição dos compulsórios sobre instituições menores, por outro lado, oferecem uma garantia de ativos líquidos que não são aplicadas a elas pelo LCR.

Independente das vantagens e desvantagens das duas medidas prudenciais, não se faz necessário pesar ambos as medidas de modo a escolher a melhor. É possível argumentar que basta permitir que as instituições computem inteiramente os compulsórios como ativos de alta liquidez, o que certamente reduziria a redundância do seu uso.

4.3 DEPÓSITOS VOLUNTÁRIOS REMUNERADOS

Um terceiro e último motivo de abandono dos compulsórios pode estar relacionado a adoção dos depósitos voluntários remunerados na mudança do arcabouço de política monetária dos Bancos Centrais.

Os depósitos voluntários remunerados é um instrumento que alguns Bancos Centrais (como da Inglaterra, Canada e BC Europeu) usa para condução de política monetária, mediante um sistema de corredor de juros, onde os depósitos voluntários (*deposit facility*) oferecem um piso de rendimento para as reservas e os empréstimos (*lending facility*) do BC oferecem uma taxa de empréstimo teto, ambas girando em torno da taxa de juros meta do BC (Khan, 2010). Esta *lending facility* é similar à janela de redesconto, porém ela estaria pronta para ofertar qualquer quantidade de reserva que fosse demandada a uma taxa fixa, sempre acima da taxa de mercado interbancário de maneira a punir o uso primário deste meio ao invés do mercado interbancário.

mais simplificadas relacionadas a cobertura de risco; o Segmento 4 inferiores a 0,1%, e o Segmento 5 inferiores a 0,1% para instituições não-bancárias.

Eles foram instituídos no Brasil pela Lei nº 14.185 (Brasil, 2021; BCB, 2021b), onde qualquer instituição titular de conta de Reservas Bancárias e Contas de Liquidação, ou instituições credenciadas a operar como *dealers* pelo Demab (Departamento de Operações de Mercado Aberto), pode participar do leilão da sua aquisição.

Sua implementação no Brasil veio com desenho diferente do que é comum, já que ele não foi instituído com o propósito de implementar um corredor de juros no Brasil, mas com o propósito principal de reduzir o uso das operações compromissadas e ampliar os instrumentos de política monetária do BCB, especialmente devido a problemas estruturais que o Brasil costuma ter por ser destino de capital estrangeiro (BCB, 2021d). Diferente do BCE, por exemplo, no Brasil os depósitos voluntários remunerados têm volume ofertado limitado pelo BCB (BCB, 2021a), enquanto a oferta dos depósitos no BCE não é limitado por qualquer motivo, seja qual for a saúde financeira da instituição (ECB, 2011).

Os depósitos voluntários têm características parecidas com os compulsórios. Evidentemente, os compulsórios são obrigatórios, por isso não existe perfeita disponibilidade para uso pelas instituições, o que reduz o espaço de escolhas de aplicações. Depósitos voluntários, deste modo, usualmente são depósitos de um dia (*overnight*), o que garante relativo espaço de gerenciamento pelos bancos, por permitir colocar/retirar os depósitos do BC, e evitar perdas de rentabilidade em relação à taxa básica.

Em se tratando de liquidez, o propósito é idêntico. Ambos são depósitos compostos por reservas, sem risco de crédito ou risco de liquidez. Os depósitos remunerados, porém, são remunerados usualmente alguns pontos base abaixo da taxa básica, enquanto os compulsórios podem ou não ser remunerados, dependendo de como o BC desenha o sistema de compulsórios.

Assim, devido a essas similaridades, é possível dizer que este tenha sido outro motivo para o abandono dos compulsórios.

Deste modo, existem três motivos principais possíveis para o abandono dos compulsórios. A dificuldade em forçar seu uso, uma vez que existem alternativas, e possibilidade de inovar em instrumentos financeiros, que permitem os bancos “fugirem” das obrigações de recolher as reservas; os Acordos de Basileia, em primeiro momento pelo abandono do foco em liquidez, e em segundo momento pela criação de uma nova medida que obrigaria os bancos a terem liquidez; e os depósitos voluntários remunerados.

5 PADRÕES DE USO, MUDANÇAS REGULATÓRIAS E EFEITOS SOBRE A LIQUIDEZ BANCÁRIA

Como foi visto, os compulsórios podem ser usados para diversos propósitos, e além dos efeitos imprevisíveis, também existe um problema sistemático no seu uso, de modo que o uso para um propósito específico pode causar efeitos sobre um grande conjunto de variáveis, que não são objeto de meta do BC.

No Brasil, como será visto, os compulsórios já foram usados para um enorme conjunto de motivos, desde a “inovação” de incidir compulsórios sobre ativos dos bancos (empréstimos), numa medida desesperada do BC em conter um boom de crédito no início do Plano Real, até o uso dos compulsórios como garantia fiduciária para empréstimos de liquidez pelas IFs no BC durante a crise da COVID-19.

A seção, assim, tem por objetivo observar os padrões de uso dos recolhimentos compulsórios de 2013-2024. Pretende-se, além disso, observar os movimentos das normas, compreender o motivo de suas mudanças, e seus efeitos sobre a liquidez bancária.

A seção 5.1 meramente faz um breve resumo do período que vai de 1994 a 2012.

A seção 5.2 analisa todas as normas relevantes relacionadas aos recolhimentos, de maneira a compreender a evolução ao longo dos anos, seu padrão de uso, e para qual propósito mais comum ela foi usada, que servirá de base para a seção 5.3, onde os padrões de uso serão analisados e algumas questões serão respondidas.

5.1 BREVE RESUMO DO PERÍODO DE 1994-2012

De qualquer forma, de acordo com Cavalcanti e Vonbun (2013), existem 4 subperíodos entre 1994-2012 relevantes para a padronização de uso dos compulsórios, sendo dois deles (1994-98, 2008-12) considerados como um período de uso ativo dos compulsórios: o primeiro relacionado às políticas condizentes com o Plano Real, e a conjuntura que o orbitou, e o segundo relacionado a crise financeira de 2008.

Neste sentido, o subperíodo de 1994 a 1998 é marcado por três acontecimentos importantes: o Plano Real, e as crises asiática de 1997 e russa de 1998, que definiram os padrões de uso dos compulsórios.

A política de compulsórios pós-Plano Real visava utilizar de medidas que tinham como objetivo o controle de crédito, de modo a conter a expansão da demanda, ocasionada pelos ganhos reais de salários com controle da inflação, comum logo após os planos de estabilização. A razão da preferência pelos compulsórios residia no fato de que o controle de crédito pelo aumento dos juros básico gravava um ônus ao Estado, que tinha de arcar com os encargos de

juros da dívida pública. Para isso, o BCB manteve os compulsórios sobre recursos à vista em patamares bastante altos – acima de 75% até o final de 1998 –, aumentando inclusive os compulsórios sobre os recursos a prazo (30%), até 1995. Além disso, uma medida importante, e inusitada, foram os compulsórios sobre as operações de empréstimos e financiamento. Segundo Cavalcanti e Vonbun (2013), apesar da demanda não ter sido controlada efetivamente, as medidas de aperto dos compulsórios foram cruciais para controlar os juros bancários.

Um dos “problemas”, porém, gerados pelo sucesso do plano de estabilização foi a extinção dos ganhos de float por parte dos bancos. Tais ganhos constituíam-se de ganhos relacionados a aplicação de recursos de terceiros presentes no passivo dos bancos que não eram oferecidos rendimentos, o que permitia os bancos, na aplicação, spread pelo menos igual à inflação. Como mostra De Paula (1998), as receitas inflacionárias basicamente desapareceram em 1995.

Especialmente por esse motivo, a maioria dos bancos passou a ter problemas de liquidez, o que se fez necessário ações do BCB nesse sentido. Além do Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (Proer), com propósito de permitir fusões e incorporações de bancos, o BCB também atuou com os compulsórios para liberação de liquidez, extinguindo os compulsórios sobre operações de crédito e financiamento, reduzindo as alíquotas das diferentes modalidades, além de aumentar as isenções.

Após 1995, as alíquotas permaneceram relativamente estáveis, tendo poucas mudanças significativas até 1998, embora tenham permanecido altas. Mesmo assim, porém, os compulsórios não foram ignorados, mas passaram a ser utilizadas como instrumento complementar de política monetária. Isso aconteceu majoritariamente devido à volta dos juros básicos como meta principal em 1996, em que o BCB passou a operar por meios de assistências de liquidez com duas taxas referenciais, a TBC (Taxa do BCB) e a TBAN (Taxa de Assistência do BCB).

O subperíodo de 1999-2003 é marcado pelo uso dos compulsórios em concomitância com os movimentos da meta Selic, como instrumento complementar de política monetária (Cavalcanti e Vonbun, 2013). Três fatos marcantes foram destaque no período: o estabelecimento do regime de metas de inflação, onde o BCB passaria a atuar por meio de operações de mercado aberto para controle de juros, e não pela janela de liquidez; e as crises do início dos anos 2000, causadas pelo ataque às torres gêmeas e pela crise argentina, além da eleição de Luís Inácio Lula da Silva, em 2002.

O primeiro ponto marcante no uso de compulsórios se deu devido ao controle da inflação em 1999, que em conjunto com alta capacidade ociosa, permitiu ao BCB a redução da Selic.

Como em todo o período período, os compulsórios acompanharam a Selic como instrumento complementar, que incluiu, neste ponto, a extinção dos recolhimentos sobre depósitos a prazo e uma redução relevante dos incidentes sobre depósitos a vista (de 75% para 45%).

A extinção dos compulsórios em recursos a prazo, porém, não duraram muito, devido aos ataques especulativos sofridos pelo Brasil em decorrência da crise na Argentina, e posteriormente devido aos ataques às Torres Gêmeas, o que exigiu do BCB o uso dos juros como atrativo de fluxo de capital estrangeiro, usando novamente os compulsórios como instrumento complementar de política monetária, com a volta dos compulsórios incidentes sobre recursos a prazo, para 10%.

Com a aproximação das eleições presidenciais, e devido ao temor de calote de dívida que o primeiro presidente de origem da classe trabalhadora da história do País causava durante as eleições presidenciais de 2002, o BCB se viu obrigado a agir com um novo aperto monetário, com aumentos na Selic, e de maneira complementar criando pela primeira vez as exigibilidades adicionais de compulsório, que tinham sempre rendimento pela Selic independente de qual modalidade ela incidia, além de recolhimentos naqueles incidentes sobre depósitos a prazo – aumentados gradualmente de 10% para 25% -, de poupança – 15% para 30% - e à vista – de 45% para 53% -, onde seguiu alta até meados de 2003.

Segundo Cavalcanti e Vonbun (2013), de 2004-2008 as mudanças nos compulsórios não estiveram pautadas por motivos de política monetária. Houve poucas mudanças neste período. Dentre as mudanças relevantes estão o aumento de deduções para depósitos a prazo, que pode ter sido importante para bancos menores. Em relação às alíquotas, não houve qualquer mudança durante o período, tendo permanecido os recolhimentos sobre depósitos à vista, a prazo e de poupança em 53%, 23% e 30%, respectivamente, durante todo o período de 2004-2008.

O subperíodo de 2008-2012 marca o período de gerenciamento da economia frente à crise financeira global. Dentro desse período, o BCB atuou em três momentos. Primeiro precisou atenuar os efeitos da crise. Segundo garantir a estabilidade do sistema financeiro após a fase mais aguda da crise, de maneira a assegurar que a recuperação não viesse em conjunto com aumento de preços. E por último o acompanhamento da Selic com as políticas industriais do governo Dilma.

Para atenuar os efeitos da crise, diversas medidas com o propósito de prover liquidez foram importantes, embora insuficiente. O uso da janela de redesconto, por exemplo, esbarrou no estigma quanto a saúde da instituição financeira que usa dela, além da relutância do BCB em intensificar seu uso, por medo das acusações de uso de “dinheiro público” para socorro de bancos (Robitaille, 2011).

Os compulsórios também foram cruciais para prover liquidez. Segundo Robitaille (2011), o BCB precisava resolver dois problemas em relação ao uso de compulsórios como instrumento de liquidez. O primeiro era que os efeitos no uso de compulsórios tinham um *lag*, de modo que para bancos que estão tentando evitar uma corrida bancária, o tempo é crucial. O segundo problema estava no empoçamento de liquidez, de modo que a parte majoritária do volume de recolhimento compulsório vinha de bancos grandes. Como os bancos pequenos estavam sofrendo uma “corrida por segurança” (os depositantes migravam seus depósitos a prazo dos bancos pequenos aos bancos grandes, tirando assim uma fonte volumosa de funding daqueles), apenas a redução das alíquotas não seria suficiente para garantir liquidez aos bancos pequenos.

Por esse motivo, em relação à mudança nas alíquotas, não houve mudanças consideravelmente relevantes inicialmente, com as mudanças sendo marginais, mais especificamente nas exigibilidades adicionais sobre recursos a prazo e à vista, que reduziu a alíquota sobre depósitos a prazo de 23% em setembro de 2008 até 19% em agosto de 2009, e 53% para 47% no caso dos depósitos à vista.

As mudanças nos compulsórios, assim, tiveram de vir de outras duas frentes importantes. A primeira veio pela ampliação das deduções, que efetivamente isentavam um número ainda maior de instituições financeiras, e a segunda foi atrelar deduções nos recolhimentos compulsórios dos bancos grandes na compra de ativos de bancos menores. Isso incluiu, por exemplo: a permissão para a troca dos títulos de dívida pública recolhidos como compulsórios dos depósitos a prazo por portfólio de empréstimos dos bancos menores; a introdução, pelo BCB, de uma parcela não remunerada nos depósitos a prazo, que poderia ser deduzida na aquisição de moeda estrangeira e Depósitos Interfinanceiros (CDI) dos bancos menores (BCB, 2020b); e deduções de depósitos a vista pela antecipação de parcelas Fundo Garantidor de Crédito, para que este pudesse atuar aplicando recursos em instituições com problemas de liquidez (Ibid.).

O segundo momento se deu em 2010 por questões de prudenciais devido à recuperação do mercado de crédito interno, propiciado pelo aumento da liquidez internacional, e pela recuperação da atividade econômica propiciado pelo aumento de preços das commodities. Por esse motivo, o BCB aumentou, ao longo de 2010, substancialmente as alíquotas dos recolhimentos sobre recursos a prazo, de 17% para 30%, além de aumentos nas alíquotas de depósitos à vista, de 47% para 55%.

Em 2011, não houve qualquer alteração nas alíquotas dos recolhimentos, apesar dos aumentos na Selic e do reconhecimento pelo BCB de possibilidade de uso dos compulsórios

como instrumento alternativo de política monetária (Cavalcanti e Vonbun, 2013). Do final de 2011 a 2012, por outro lado, as mudanças nos compulsórios foram pautadas tanto pela política monetária, acompanhando as quedas na taxa básica, agindo tanto como instrumento complementar de política monetária, pelo aumento das isenções e redução nas alíquotas com vistas a aumentar a liquidez do sistema bancário, quanto complemento a política industrial, por meio da dedução das operações de crédito a automóveis e veículos leves dos recolhimentos sobre depósitos a prazo.

5.2 MUDANÇAS REGULATÓRIAS 2013-2024

Durante o ano de 2013, o BCB, apesar de ter mantido as alíquotas tradicionais constantes, agiu de maneira ativista no seu uso, de modo a confirmar as medidas de políticas monetária e garantir a estabilidade financeira.

A Circular nº 3632, de fevereiro de 2013, que consolida as regras quanto aos recolhimentos sobre recursos à vista, permitia, dentre outras coisas, que instituições financeiras (IFs) públicas federais ou estaduais, cujo controlador fosse o respectivo governo, fossem inteiramente isentas dos recolhimentos sobre recursos à vista cujo depositando fosse controlado pela União. Neste ponto, o BCB tinha postura regulatória claramente assimétrica em relação as outras IFs, já que estas só podiam ser isentas dos recolhimentos caso fossem pequenas o suficiente para isso.

Outro ponto interessante da Circular é que por meio dela o BCB permitia que IFs cumprissem com os recolhimentos à vista com o saldo em Caixa em até 40%, não demonstrando, neste ponto, uma preocupação com os avanços da digitalização dos instrumentos e meios de pagamento.

A Circular nº 3660, de julho de 2013, por sua vez, estabeleceu que até meados de 2014, de maneira gradual, todo o volume de recolhimentos de recursos a prazo seriam remunerados pela Selic. Tal medida coincidiu com o movimento levemente negativo de captações a prazo pelo setor bancário, que perdeu espaço para, principalmente, instrumentos de característica de depósitos a prazo, como LCA e LF, mas que não incidem recolhimentos e oferecem, acima disso, incentivos para quem as adquire (BCB, 2013a). Tal medida foi editada, ainda, alguns meses depois do estabelecimento de alíquotas adicionais sobre recursos a prazo, dado pela redação da Circular nº 3655, de março de 2013. Embora essas exigibilidades adicionais sejam remuneradas pela Selic, independente da modalidade (à vista, poupança ou prazo), as regras de remuneração a todo o volume de recolhimentos a prazo possivelmente vieram para reduzir o custo de oportunidade imposto pela exigibilidade adicional imposta meses antes.

Contextualmente, porém, a Circular nº 3655 teve uma razão diferente para ser editada. Durante todo o primeiro trimestre de 2013, o BCB vinha guinando para uma condução com cautela da política monetária frente às incertezas tanto interna quanto externa (BCB, 2013b). Internamente, pode-se citar a força que a inflação vinha tomando, especialmente dos alimentos e bebidas. Já externamente, o BCB cita o processo de desalavancagem dos principais blocos econômicos (Ibid.). Frente a isso, o uso dos recolhimentos adicionais pode ser interpretado como uma medida cujo objetivo era substituir o uso dos juros como instrumento de política monetária, por receio dos efeitos que este poderia ter sobre a atividade econômica. Além disso, é válido citar que o BCB também vinha considerando reduções em subsídios de crédito (Ibid.), apesar do seu crescimento tímido no período.

Considerando que, porém, as incertezas permaneceram e intensificaram ao longo do segundo trimestre de 2013, e que, aliado ao mercado de trabalho aquecido exercendo pressões de custo, havia uma volatilidade do câmbio e uma tendência a desvalorização do Real no curto prazo, de um Real que já vinha, nos trimestres anteriores, sendo desvalorizado, e por este motivo com uma forte pressão inflacionária pelo câmbio no Brasil (BCB, 2013c), o Copom decidiu aumentar, num intervalo de apenas 3 reuniões, a Selic de 7,25% para 8,5%, mantendo inclusive, nos meses seguintes de 2013, os recolhimentos adicionais de recursos a prazo.

Além dos objetivos de política monetária, outro ponto importante da Circular nº 3655 é que ela aumentou o valor da faixa elegível do Nível I do PR das IFs para fins de dedução dos recolhimentos de recursos a prazo, demonstrando a preocupação do BCB com a redistribuição de liquidez no sistema financeiro, frente a redução do estoque de ativos líquidos tanto das instituições públicas quanto privadas (BCB, 2013a).

Um ponto também importante em relação aos recolhimentos no período veio em junho de 2013 quando o BCB editou a Circular nº 3659, que extinguiu os recolhimentos sobre posições vendidas de câmbio, editadas à época como medidas de enfrentamento da Crise Financeira. Considerando que, como visto acima, o BCB tinha uma preocupação com a tendência de depreciação que o câmbio vinha tomando, a razão para editar a Circular era a seguinte: a medida teve objetivo central deixar de taxar a venda de moeda estrangeira, de modo a fazer frente a desvalorização, embora a medida não tivesse como objetivo desestimular sua compra.

O ano de 2014 em questões de política monetária foi marcado por sucessivos aumentos da Selic, saindo dos 8,5% a.a. de julho de 2013 para 11% a.a. em um ano. As razões para isso foram variadas, mas incluíram principalmente o ambiente global instável, marcado por riscos à estabilidade financeira provocado pela mudança na curva de rendimento das economias

desenvolvidas, apesar da recuperação da atividade nas mesmas; um ritmo de atividade baixo nas economias emergentes abaixo das expectativas, incluindo a do Brasil; e as tensões e volatilidade no mercado de moeda (BCB, 2014a).

Apesar do Copom continuar afirmando seu compromisso com a necessidade de reduzir os subsídios às operações de crédito – mesmo com as famílias em processo de desalavancagem e os bancos estarem tomando uma postura mais conservadora (Ibid.) –, a política de compulsório foi em sentido inteiramente contrário, como exemplifica a Circular nº 3712, de julho de 2014.

A Circular propôs uma série de medidas que remete àquelas editadas em 2012, de maneira a embasar a política industrial do governo. O contexto da circular é bastante claro: no intervalo de um ano, a atividade industrial sofreu fortes quedas, especialmente na categoria de bens duráveis (-11,2% a.a.) (Ibid.).

Além da Circular permitir que fosse possível deduzir dos recolhimentos sobre recursos a prazo os financiamentos e arrendamento mercantil de motocicletas e automóveis, ela também decidiu pela redução pela metade do Nível I de PR necessário para elegibilidade de dedução dos compulsórios dos recursos a prazo de operações de financiamento passíveis de subvenção econômica pela União ao BNDES, como o programa Procaminhoneiro e a aquisição de ônibus, e àqueles passíveis de subvenção pela União ao FINEP (Financiadora de Estudos e Projetos), destinadas à aquisição de inovações tecnológicas, ambas disciplinadas pela Resolução nº 4170, de 2012.

A Circular, porém, não se limitou ao embasamento da política industrial do governo. Ela também determinou, até meados de 2015, a inteira remuneração dos recolhimentos sobre recursos à vista, além de limitar a dedução das LFs adquiridas pelas IFs menores (de baixo Nível I do PR (R\$ 3 bilhões)) para àquelas adquiridas até meados de 2014 (data desta circular), aumentando o quanto poderia ser deduzido em 10% a mais (de 40 para 50%).

O movimento desta medida é impreciso, de modo que o peso das IFs menores no total de liquidez do sistema é pequeno. Apesar disso, a distribuição dos índices de liquidez, ao longo do ano de 2014, melhorou significativamente, uma vez que as IFs com menores índices não só reduziram em números, como também sua participação nos ativos foram pequenas (BCB, 2015b). Ou seja, o sistema como um todo se tornou mais líquido.

Assim, para o ano de 2014, a política de recolhimento compulsório se limitou a dar subsídio a política industrial do governo frente à forte recessão que afetou, também, a indústria de bens de capital. Apesar dos ajustes ínfimos relacionados ao provimento de liquidez, o BCB, durante o ano, não pode ser considerado tão ativista no uso dos recolhimentos de maneira a

embasar a política de estabilidade financeira e especialmente a política monetária, esta que vinha (e continuou ser) fortemente contracionista desde o último ano.

Em questões de conjuntura, o ano de 2015 foi pouco diferente de 2014, exceto que aquele pode ser considerado uma versão pior deste, pois além dos já mencionados problemas interno e externo, como a aceleração do nível de preços e a volatilidade nos mercados internacional, o Brasil também precisou lidar com desemprego crescente devido ao enfraquecimento do preço da commodities (BCB, 2015c), além da propagação dos problemas relacionados a expectativa e confiança para o mercado de renda fixa (BCB, 2015d). Neste contexto, apesar do crescente desemprego, o ano de 2015 foi marcada por novos sucessivos aumentos da Selic, saindo de 11,75% a.a. em janeiro para chegar a 14,25% a.a. em julho do mesmo ano.

Com o propósito de embasar os rumos da política monetária, o BCB editou a Circular nº 3756, de maio de 2015, que elevaria a alíquota de recolhimento sobre recursos a prazo de 20% para 25%.

Além da edição da Circular nº 3745, de janeiro de 2015, que limitou a 20% do VSR as deduções devido às subvenções econômicas mencionadas logo acima, o BCB também trabalhou no sentido de evitar a intensa queda nas operações de crédito destinados a financiamento imobiliário, embora esta tenha sido àquela que mais cresceu na categoria de pessoas físicas. Apesar da Circular nº 3755, de maio de 2015, ter “anulado” os efeitos da Circular nº 3757, do mesmo período – uma vez que esta aumenta as alíquotas de recolhimento sobre a poupança de 20% para 24,5%, enquanto aquela circular reduz as alíquotas adicionais sobre recolhimento de poupança de 10% para 5,5% –, a Circular nº 3775, de dezembro de 2015, permitiu que 18% do VSR relacionados a depósitos de poupança pudesse ser deduzido com base no saldo devedor dos financiamentos de imóveis residenciais no âmbito do Sistema Financeiro de Habitação (SFH).

Apesar da medida não ter sido suficiente para impedir a queda nos financiamentos (BCB, 2016a), uma vez que a mesma se deu pela menor disponibilidade de recursos de poupança no período, especialmente sobre o principal provedor, a Caixa Econômica Federal (CEF), é possível dizer que ela pode ter evitado uma queda ainda maior.

Esta Circular também seguiu a lógica daquela relacionada a tentativa de reanimar o setor industrial no Brasil em 2014 – que vinha de uma queda, em novembro 2015, de -8% a.a. (BCB, 2016b) –, permitindo que os financiamentos destinados aos projetos do PAC (Programa de Aceleração do Crescimento) fossem deduzidos dos recolhimentos dos recursos de poupança em até 18% do VSR.

Apesar de já ter sido comentado, é importante destacar que o ano de 2015 também é marcado por uma importante mudança regulatória: a implementação do LCR no Brasil, por meio da Circular nº 3749, de março de 2015, no qual os recolhimentos compulsórios poderiam ser parcialmente usados para formar a parte de ativos líquidos.

Assim, vemos que, em 2015, o BCB manteve o mesmo padrão de uso de compulsórios que os anos anteriores, acompanhando a política de juros e usando como forma de redirecionar crédito, em virtude da recessão.

Após o ano de 2015 ter sido marcado por um ritmo intenso de contração da política monetária, onde a taxa básica foi elevada em 2% a.a. ao longo do ano, atingindo um nível duas vezes maior que àquele de 2013, o ano de 2016 poderia ser classificado como estável em questão de política de juros e de compulsórios. Neste caso, apenas uma circular foi editada durante o ano, a de nº 3781, de janeiro de 2016, que apenas limitava a dedução das subvenções mencionadas acima para financiamentos apenas do ano de 2015. Já em questão de juros, a taxa permaneceu estável quase o ano inteiro.

Apesar dessa estabilidade, 2016 foi marcado por inúmeras incertezas que rodeavam a política monetária e deixavam em aberto os rumos que o BCB tomaria. Algumas incertezas que podem ser citadas são referentes ao processo de impeachment da presidente Dilma Rousseff, que criava expectativas quanto ao controle das contas públicas, preocupação do BCB desde, pelo menos, março de 2015 (BCB, 2015c); a queda no preço do petróleo – que impactaria um país exportador como o Brasil – e a perda de dinamismo nas economias emergentes, especialmente a perda de dinamismo na China, que gerava incerteza quanto aos impactos na economia global (BCB, 2016b); e as incertezas geradas pelo Fed devido à sinalização de aumentos na sua taxa básica de juros (BCB, 2016c).

Neste sentido, o ano de 2016 pode ser considerado um ano de relativa estabilidade na política de recolhimentos mais devido ao ano ter sido consideravelmente restrito em questões de política monetária, em virtude de uma taxa de juros cujo nível, por si só, já era capaz de promover os objetivos típicos que os recolhimentos costumam promover como substituto da taxa de juros, do que por ausência de opção ou escolha do BCB.

A ausência de ativismo no uso dos compulsórios em 2016, porém, em conjunto com a mudança de direção do BCB após o impeachment de Dilma Rousseff, pode ter dado o pontapé a um dos pontos da Agenda BC+, lançada no final de 2016, que tinha como objetivo final a redução do custo de crédito. Uma das formas de fazer isso era a simplificação das regras e da operacionalização dos recolhimentos compulsórios.

A edição de regras destinados a esse propósito não tardou muito, e já em janeiro de 2017, pela Circular nº 3823, o BCB implementou uma série de modificações com propósitos variados, embora com objetivos comuns de harmonizar e simplificar procedimentos operacionais (BCB, 2017d). Um dos propósitos da Circular foi a redistribuição de liquidez no sistema, aumentando o Nível I de PR necessário para elegibilidade das deduções, em alguns casos dobrando a faixa. Por exemplo, instituições podiam deduzir R\$ 2 bilhões caso o Nível I de PR estivesse entre 2 e 5 bilhões. Com a norma, essa dedução poderia ser feita caso as IFs tivessem entre 3 e 10 bilhões, efetivamente colocando um número maior de IFs em deduções maiores.

Paradoxalmente, porém, nesta mesma Circular o BCB aumentou o recolhimento incidente sobre os recursos a prazo de 20% para 36%, um patamar que pode ser considerado alto, especialmente considerando o volume de recursos a prazo captados pelas IFs. Para compensar o aumento, porém, o BCB zerou a alíquota de recolhimentos adicionais sobre recursos a prazo (anteriormente em 11%).

Como dito, com o objetivo de simplificar as normas, o BCB também determinou que diversas deduções baseadas em operações ativas ou passivas também fossem lentamente revogadas. Para isso, o BCB utilizou a remessa de informações de janeiro de 2017 como base, de modo que com base nelas as deduções ao longo dos anos seguintes iriam dissipar. Por exemplo, as deduções que seriam revogadas incluíam àquelas ditadas pela Circular nº 3569, de 2011, que permitia que as IFs deduzissem dos recolhimentos de recursos a prazo diversas operações, incluindo a aquisição de Letras de Câmbio e Letras Financeiras adquiridas do Fundo Garantidor de Crédito (FGC) – neste caso, a dedução zeraria apenas em janeiro de 2019; e àquelas relacionadas a Circular nº 3745, já comentada acima, sobre os financiamentos passíveis de subvenção econômica – neste caso, a dedução seria zerada em dezembro de 2020.

A edição das normas referente às deduções levou, em um ano, a um considerável aumento dos compulsórios, com a queda de 50% nas deduções, que correspondeu a algo na ordem de R\$ 14 bilhões (BCB, 2017d). De maneira a controlar a transição, e compensar parcialmente esse aumento, o BCB editou a Circular nº 3867, de dezembro de 2017, que reduziu as alíquotas de recolhimentos de recursos à vista de 45% para 40% e que reduziu as alíquotas de recursos a prazo de 36% para 34%. Importante destacar, porém, que a liberação não foi suficiente para compensar a redução das deduções, liberando apenas R\$ 6 bilhões.

É interessante destacar que durante o ano, o aumento no recolhimento e o fim das deduções vieram em conjunto com intensa redução na taxa Selic – que saiu de 13,75% a.a. da primeira reunião do Copom para 7% a.a. na última do ano –, resultado direto do baixo ritmo de

atividade, alto grau de ociosidade da economia brasileira (BCB, 2017e), e uma conjuntura internacional favorável ofertada pela estabilização da política monetária nos países centrais (BCB, 2017f), revelando, possivelmente, uma preocupação maior com a estabilidade financeira das IFs em momentos de recuperação do que com o custo de crédito.

O BCB seguiu em 2018 com o propósito de simplificar as normas de recolhimento através da edição de três circulares. A primeira, a Circular nº 3888, de março de 2018, teve uma de suas medidas o objetivo de corrigir a assimetria regulatória entre instituições públicas e privadas (BCB, 2018c). Como dito anteriormente, desde, pelo menos, 2013, as instituições públicas federais e estaduais eram isentas de recolher compulsórios sobre depósitos de entidades estatais (como seus respectivos governos e sociedade de economia mista no qual o seu governo fosse acionista majoritário). Tal medida, segundo o BCB, teve impacto de R\$ 8,4 bilhões a mais em recolhimentos.

Outra medida da Circular, que já foi comentada anteriormente, foi a extinção da possibilidade das IFs utilizar o saldo em caixa como forma de recolhimento de recursos à vista. Tal medida visava reduzir o custo de observância e estimular o uso do mercado interbancário, além de estimular as IFs a investirem em meios de pagamento eletrônicos (Ibid.)

A Circular também reduziu as alíquotas de recolhimentos à vista de 40% para 25%, devido à extinção do saldo em caixa como forma de recolhimento, além de aumentar a dedução sobre os recolhimentos à vista. Essas deduções, por sua vez, se deram devido aos custos de observância incorrido, uma vez que as instituições pequenas ora tinham de recolher, ora não. Com o aumento da dedução, o BCB reduziu em 15 o número de instituições que precisavam recolher, de 37 para 22 (Ibid.).

As duas outras Circulares editadas foram as de nº 3916 e 3917, ambas de novembro de 2018, onde a primeira disciplina os recursos a prazo e a segunda os recursos à vista. Ambas as normas tinham o objetivo, em primeiro lugar, de adiantar o fim das deduções tratadas pela Circular nº 3823, de 2017 – aquela que dava fim às deduções por aplicações em LFs do FGC, dentre outras medidas –, já comentada. As deduções que teriam fim apenas em dezembro de 2020, foi antecipada para final de 2018.

Além de adiantar as deduções, o BCB determinou que para fim de deduções dos compulsórios com base no Nível I de PR, o valor de referência do PR seria atualizado para àquele informado em junho de 2018, quando anteriormente era utilizado o de 2014. Essa medida, juntamente com a antecipação do fim das deduções, teria efeitos negativos sobre as IFs de menor porte porque, com a atualização do PR, as IFs seriam elegíveis para uma dedução menor, além de não mais contar com a dedução cujo fim foi antecipado. Visando reduzir o peso

sobre as IFs menores (Ibid.), o BCB mais que duplicou a dedução referente aos recolhimentos sobre recursos à vista (de 200 milhões para 500 milhões), além de aumentar as faixas de deduções baseadas no Nível I do PR referentes aos recursos a prazo em 20%. A medida permitiu que 8 IFs de menor porte deixassem de recolher (Ibid.).

Além disso, visando ser neutro monetariamente e de suavizar o mercado de reservas, melhorar o gerenciamento de reservas pelas IFs e reduzir o uso primário das janelas de liquidez (Ibid.), o BCB reduziu as alíquotas à vista de 25% para 21%, e a prazo de 34% para 33%, além de permitir que a exigibilidade mínima fosse de 65% (saindo dos 80%) dos recursos à vista.

É possível dizer que as mudanças nas regras dos compulsórios vieram devido à possibilidade dada pela política monetária. Isso porque durante o ano de 2018, em razão do alto grau de ociosidade da economia, das baixas inflação e expectativas de inflação, o BCB viu espaço para uma política monetária mais frouxa (BCB, 2018e), mantendo a Selic em 6,5% por quase todo o ano, de modo a permitir um ânimo maior da atividade produtiva. As mudanças regulatórias, porém, vieram quase que exclusivamente em linha para simplificação das regras pelo BCB. Àquelas mudanças que aparentaram vir com objetivo de, mais diretamente, aumentar o volume de crédito – como a redução dos compulsórios –, em conjunto com o objetivo da política de juros, vieram, na verdade, de maneira a compensar a mudança nas regras que simplificaram os compulsórios, como as deduções, que aumentaram o peso maior sobre as IFs menores, que deixariam de contar com as importantes deduções.

Em 2019 o BCB editou a última norma que pode ser considerada fazer parte da Agenda BC+. A Circular nº 3949, de maio de 2019, que excluiu os compulsórios sobre o DI das sociedades de arrendamento mercantil (SAM), teve como objetivo excluir uma regra que apesar de impor restrições sobre as IFs, ela não mais atendia aos objetivos originais da sua introdução devido à sobreposição de outra norma (BCB, 2019a).

Originalmente, por volta de 2008, o BCB teve a necessidade de criar recolhimentos compulsórios sobre os DI das SAM porque as instituições financeiras parentes do conglomerado utilizavam as instituições de arrendamento como uma forma de “fachada” para captação de recursos mais baratos: as SAM captavam recursos com clientes por meio operações compromissadas utilizando suas debentures como lastro, e as instituições parentes captavam os recursos delas por meio dos DI, sem que o mesmo fosse usado para fins de operações comuns às SAMs (financiamento de veículos e máquinas). Segundo o BCB (Ibid.), isso representava uma assimetria regulatória em relação às IFs que não contavam com SAMs no seu conglomerado, porque a operação tinha característica de depósitos a prazo, sem precisar recolher compulsórios.

Vendo que foi imposto os recolhimentos sobre DIs, as IFs simplesmente passaram a utilizar outras formas de captação que não fosse o DI, revelando que o problema estava nas atividades com os títulos próprios, o que levou a Resolução nº 4527, de 2016, que vedou as operações compromissadas com títulos dos próprios conglomerados. Neste sentido, os recolhimentos se tornaram obsoletos para o objetivo que se almejava, embora impusesse 3,3% do total de compulsórios sobre recursos a prazo (Ibid.), um valor relativamente substancial.

A segunda, e última, norma editada pelo BCB no ano foi a Circular nº 3951, de junho de 2019, que reduziu as alíquotas de compulsório dos recursos a prazo para 31% (de 33%). A norma tinha como objetivo levar a alíquota a níveis pré-crise (de 2008) (BCB, 2019b), uma vez que durante o período o BCB temeu pela saúde financeira das IFs. Além disso, a redução também acompanhou a política monetária, que seguiu 2018 em relação à queda da Selic, que começou o ano em 6,5% a.a. e chegou em 4,5% a.a. no final do ano, devido, principalmente, ao afrouxamento monetária nos países centrais e o baixo nível de atividade interno (BCB, 2019c).

O ano de 2020 e 2021 foi, certamente, um ano mais intenso em assuntos de política dos recolhimentos compulsórios dos últimos anos, inclusive, possivelmente, mais intenso que a crise de 2008, tendo o BCB editado uma série de normas visando enfrentar toda a sorte de efeitos que a pandemia do COVID-19 causou no período.

Neste sentido, logo no início de 2020, antes mesmo do primeiro caso de COVID ter sido registrado no Brasil, o BCB editou duas normas de mesma data, a Circular nº 3987 e 3986, de fevereiro. A primeira teve como objetivo reduzir a alíquota de depósitos a prazo para 25% (de 31%), enquanto a segunda tinha como objetivo de aumentar a proporção do HQLA de Nível I no qual o compulsório poderia ser incluído de maneira adicional, de 15% para 30%.

Tais mudanças foram substanciais: enquanto a redução da alíquota de depósitos a prazo liberou quase R\$ 50 bilhões às IFs, a segunda admitiu que R\$ 85 bilhões fossem computados como HQLA de Nível I, o que efetivamente permitiu liberar até R\$ 85 bilhões às IFs²¹ (BCB, 2020c).

Apesar de ter sido útil durante a crise da COVID, a medida não tinha exatamente o objetivo de combater seus efeitos, uma vez que ela sequer tinha começado ainda. O objetivo do BCB foi garantir a competitividade das IFs frente os mercados internacionais (Ibid.), trabalhando para reduzir a assimetria regulatória neste sentido, sem comprometer com a estabilidade financeira das IFs, devido aos níveis estruturalmente altos de recolhimentos no

²¹ Considerando que as IFs precisam cumprir com um índice mínimo de LCR, o aumento de ativos líquidos não movimentáveis pelas IFs aumenta o LCR, o que permite as IFs “retirarem” ativos movimentáveis dos HQLA de Nível I, se assim preferirem.

Brasil comparado aos outros países. Além disso, a redução da alíquota e a mudança em relação aos HQLA também vêm de avanços na estruturação de linhas de assistência a liquidez com o BCB (Ibid.), tendo sido esse um dos objetivos da sua implementação.

Neste sentido, o CMN editou a Resolução nº 4786, de março de 2020, que autorizou o BCB a conceder empréstimos por meio da Linha Temporária Especial de Liquidez (LTEL). A linha se fez necessária devido às consequências que a incerteza causada pela crise da COVID, que aumentou a percepção de risco dos agentes, afetando o mercado de debentures. Temendo que os efeitos do aumento do spread no mercado secundário causassem uma crise de liquidez (BCB, 2020d), especialmente devido aos fundos de investimentos – que poderiam ter debentures em suas carteiras, e poderiam ser induzidos por pânico a sobrecarregar o mercado secundário sem que houvesse demanda para esses títulos –, a linha de assistência foi lançada.

A LTEL foi importante porque o BCB permitiu que as IFs utilizassem debentures como garantia dos empréstimos, impondo um deságio conforme a qualidade do título usado, com o propósito de fornecer liquidez ao mercado secundário de títulos privados. Além disso, com a LTEL aberta, foi possível que os compulsórios sobre recursos a prazo fossem reduzidos temporariamente, de 25% para 17%, até dezembro de 2020. A medida permitiu uma liberação adicional de R\$ 68 bilhões (BCB, 2020e).

A inovação da Resolução nº 4786, porém, veio com a permissão, pelo BCB, da utilização dos compulsórios como dupla garantia para aprovação dos empréstimos pela LTEL. Com a dupla garantia, as IFs podiam usar diferentes modalidades de compulsórios (prazo ou poupança), até 30% do volume de compulsórios de cada modalidade, além de permitir compensar o maior deságio do título – devido a sua qualidade – com um maior volume de compulsórios. Tal medida pode ser considerada uma inovação porque não parece ter sido algo feito antes no Brasil. Além disso, a estimativa era que um total R\$ 70 bilhões em empréstimos pelo LTEL fosse realizado durante sua operação.

Com a intensificação do desemprego conforme o Brasil, além dos outros países, adentrava na pandemia, algumas medidas do Governo Federal foram necessárias, o que incluiu a instituição do Programa Emergencial de Suporte a Empregos e Renda. Um dos objetivos do Programa era que o Governo Federal dividisse os custos de suspensão de trabalho com os empregadores, de maneira a garantir o pagamento de salários em meio a crise da COVID.

A Resolução nº 4800, de abril de 2020, permitiu que as IFs financiassem a parte dos empregadores dentro do Programa. A Resolução, porém, exigia que pelo menos 15% do valor financiado fosse feito com recursos das próprias instituições, o que impunha, durante um período de incerteza e elevada demanda por liquidez do Sistema Financeiro Nacional (SFN),

carga sobre as IFs. Para resolver esse problema (BCB, 2020f), o BCB permitiu que essa parcela de 15% pudesse ser deduzida dos recolhimentos sobre recursos a prazo, descontado o saldo bloqueado para fins de dupla garantia no âmbito do LTEL.

Dando continuidade às medidas de enfrentamento da crise, o BCB agiu novamente de maneira a subsidiar outra medida anteriormente feita pelo CMN, a Resolução nº 4788, de março de 2020, permitindo as IFs aumentarem a reaquisição de LFs próprias do mercado de 5% para 20%. Novamente, uma vez que a resolução exigia que as IFs só pudessem fazer essa reaquisição por meio de recursos próprios, a preocupação do BCB era a mesma da resolução anterior, que isso pudesse afetar a incerteza sobre as IFs, num momento de baixa liquidez no mercado (BCB, 2020g). Assim, para garantir a liquidez das IFs, o BCB, por meio da Circular nº 4001, de abril de 2020, permitiu que essa operação pudesse ser deduzida dos recolhimentos a prazo, em até 15% da exigibilidade, mas que a dedução deveria ser somado a assistência pelo LTEL com o uso de debentures, e não podendo portando ultrapassar dos 30% da exigibilidade dos recursos a prazo.

Além disso, de maneira a não desestimular a compra de debêntures no mercado secundário, e assim continua provendo liquidez a este mercado – propósito primário da LTEL –, o BCB exigiu que o saldo das recompras de LFs não pudessem ser maiores que o saldo da compra de debentures no período de vigência da norma, que perduraria até meados de 2021, onde seria lentamente extinta, reduzindo-a em 2% a cada semana, até que os 15% fossem zerados.

Como pode ser visto, o número de normas visando prover liquidez no início da crise do COVID não foram pequenas, e muito menos irrelevantes, isto é, o impacto é grande porque pega um volume grande de recolhimentos que vão ser distribuídos. Porém, algo difícil de ser previsto é o quão bem distribuído essas liberações irão ser.

Uma das preocupações adentrando a pandemia, de maneira geral, foi com a assimetria de tamanho das empresas. No sistema financeiro e na concessão de crédito não foi diferente. É importante sempre notar que apesar do grande volume de financiamento necessário por empresas maiores, elas também têm muito mais facilidade em conseguir financiamento do que as empresas de menores porte. Além disso, apesar do alcance que as IFs de maior porte têm devido ao seu tamanho, as IFs de menor porte, porque usualmente lidam com clientes menores, tinha um papel crucial na fluidez de crédito para empresas menores, como percebeu o BCB (BCB, 2020h).

Assim, visando garantir que as liberações de liquidez afetassem o crédito às empresas de menor porte, o BCB editou a Circular nº 4033, de junho de 2020, que permitiu que as IFs

deduzissem o saldo as operações de crédito de capital de giro dos compulsórios de poupança livre e rural, desde que essas operações fossem de prazo grande o suficiente (acima de 365 dias), houvesse carência de 180 dias no pagamento e fossem para empresas de até R\$ 50 milhões de faturamento anual. Além disso, a medida valeria apenas por 3 anos, para operações que fossem contratadas até dezembro de 2020.

Já para garantir liquidez às IFs de menor porte, o BCB permitiu a dedução dos recolhimentos de poupança, em até 30% deste recolhimento, pelo saldo de aplicações em Depósitos a Prazo com Garantia Especial (DPGE) por IFs dos segmentos S1 e S2 em IFs dos segmentos S3, S4 e S5. Além disso, pelo menos 30% desta aplicação deveria ser feita em IFs dos segmentos S4 e S5. Concomitantemente, o BCB, de maneira a garantir que ambas as medidas fossem levadas pelas IFs, determinou que 30% dos recolhimentos de recursos de poupança perdessem o rendimento, caso as IFs não utilizassem pelo menos 5%-10%²² das deduções totais possíveis.

Tal medida, porém, incentivava as IFs a aplicar os recursos apenas até os 5%-10% das deduções totais. Isso acontecia devido ao custo de oportunidade diferente impostos sobre os recursos de poupança, uma vez a poupança velha – aquela da regra antiga – rende mais que a poupança nova – inclusive nos compulsórios. Como as deduções eram impostas de maneira proporcional a ambas as poupanças, as IFs optavam apenas a ir até o limite mínimo de maneira a evitar a punição de não-remuneração de 30% dos recolhimentos de poupança.

Neste sentido, o BCB editou a Circular nº 4035, de julho de 2020, que determinou que as deduções fossem feitas apenas sobre as poupanças novas – aquelas que rendem menos – o que incentivou as IFs a utilizarem as deduções até o limite máximo.

Novamente, as medidas do BCB não foram tímidas. Numa situação em que as IFs usassem a dedução até o limite, R\$ 55 bilhões iriam ser redistribuídos em liquidez (BCB, 2020h).

Apesar da Selic ter atingido seu patamar mais baixo historicamente em outubro, de 2% a.a., e o crédito, especialmente para as empresas, ter crescido durante a crise (BCB, 2020i), o entendimento do BCB era que, devido às incertezas quanto a recuperação da crise – condicionada à evolução da própria pandemia –, especialmente considerando a retirada futura dos estímulos governamentais, apesar da cautela quanto a questões prudenciais e de estabilidade financeira, a conjuntura brasileira ainda precisava de “estímulos monetários extraordinariamente elevados” (BCB, 2020j). Neste sentido, pela Resolução nº 21, de outubro

²² 5% no início da vigência da norma, 10% após um mês do início.

de 2020, o aumento programado das alíquotas de recolhimentos sobre recursos a prazo, editado pela Circular nº 3993, já comentada que aconteceria em dezembro de 2020, dos 17% para 25%, foi adiado para março de 2021, além do aumento programado ter sido reduzido para 20%, ao invés de 25%.

Outra razão para edição da Resolução foi que seria arriscado aumentar as alíquotas sobre os recursos a prazo quando os fundos de renda fixa perdiam a competitividade e os depósitos a prazo ganhavam ainda mais espaço no funding das IFs, especialmente em virtude das isenções de contribuições sociais (BCB, 2020l).

O ano de 2020, assim, foi marcado por um emaranhado grande de normas com o objetivo explícito de direcionar liquidez/crédito para os setores que mais demandavam durante a crise. As medidas do BCB não foram tímidas. Durante o ano, apenas por meio dos compulsórios, o BCB liberou mais de R\$ 200 bilhões em liquidez, tanto por meio da liberação do compulsório por si tanto devido à parcela de compulsórios que podiam ser computados no LCR (BCB, 2020m). De maneira a ajudar a compreender o tamanho desse valor, é importante ter em mente que R\$ 80 bilhões foram liberados durante a crise de 2008.

De qualquer forma, apesar de ainda existir fatores que elevassem a incerteza dos agentes, como a intensificação de casos de COVID e a demora na normalização das cadeias produtivas, 2021 foi marcado pelo início da “normalização” da política monetária pelo BCB, que em 2021, após a recuperação do produto perdido durante a crise, já não necessitava de “estímulos extraordinários” (BCB, 2021e), como em 2020.

Aliado a isso, em 2020 o BCB já havia sinalizado, por meio de *Foward Guidance*, que os níveis de juros seriam ditados pelo comportamento da inflação (BCB, 2020j), que acelerou em 2021. Neste sentido, durante o ano, o BCB engajou num intenso aperto monetário, que elevou os juros do histórico baixo de 2% a.a. para 9,25% a.a. até sua última reunião do ano.

Apesar disso tudo, porém, o BCB ainda relutava em mexer com os estímulos pelo compulsório, mantendo uma postura contracionista apenas na política de juros. A Resolução nº 78, de março de 2021, ilustre bem isso, uma vez que ela adiou, novamente, o aumento programado das alíquotas de recolhimentos sobre recursos a prazo dado pela Circular nº 3993, de 2020, que aconteceria em março de 2021. A decisão de adiar o aumento para dezembro de 2021 se deu devido ao impacto que isso teria sobre a liquidez das IFs, que seria da ordem de R\$ 40 bilhões. Além disso, o adiamento do aumento se deu porque no final de 2021, o BCB estabeleceria duas linhas de liquidez permanente de curto e de longo prazo, as Linhas Financeiras de Liquidez (LFL), nos moldes daquela temporária de 2020 (BCB, 2021f).

Além de adiar o aumento, o BCB também decidiu que o aumento não seria para 25%, como programado, mas para 20%. Isso faria com que as IFs fossem estimuladas a utilizar as linhas de liquidez, ao invés de impor bloqueio sobre recursos delas (Ibid.)

Neste sentido, visando aprofundar ainda mais o uso das linhas de assistência do BCB (BCB, 2021g), a instituição determinou, por meio da Resolução nº 145, de setembro de 2021, que as instituições financeiras que optarem por abrir linhas de empréstimo com a Linha de Liquidez a Termo (LLT), que passaria a funcionar em novembro de 2021, poderiam deduzir 3% dos recolhimentos sobre recursos a prazo, o que efetivamente deixava a alíquota nos 17%, liberando R\$ 44 bilhões a mais para as IFs.

O ponto interessante da resolução é que as IFs não precisavam utilizar, por assim dizer, as linhas de assistência do BCB para ser elegível a dedução de 3%. Bastasse apenas que a instituição optasse por colocar à disposição os ativos elegíveis, e assim que fosse aberto um limite financeiro junto ao BCB pela Linha. Utilizando ou não a Linha, as IFs teriam o benefício de 3% de dedução.

Contrário a todos os anos desde, pelo menos, 2013, os anos de 2022 e 2023 foi marcado por ausência de qualquer mudança relevante nas regras dos recolhimentos. Assim, apesar da intensificação da contração monetária pelo BCB, que elevou a Selic 9,25% a.a., que já vinha sendo elevada desde meados de 2021, para 13,75% a.a. em meados de 2023, nenhuma ação do BCB pelos compulsórios pareceu ser necessário. Considerando que esse era, de uma certa forma, o rumo que o BCB vinha tomando desde 2018, não parece muita surpresa que os compulsórios deixaram de acompanhar a política monetária.

Foi apenas em 2024 que o BCB editou outra norma de recolhimentos, devido novamente a uma situação extrema. Por meio da Resolução nº 379, de maio de 2024, o BCB permitiu que IFs de atuação relevante no Rio Grande do Sul (RS) pudessem deduzir em 100% os recolhimentos de recursos de poupança, caso as IFs tenham registrado, no BCB, pelo menos 10% do total de operações de crédito, operações de créditos para pessoas físicas e jurídicas dos municípios que foram afetados pelas enchentes que afetaram a região em maio. A medida tinha a estimativa de liberar R\$ 8 bilhões em recursos às IFs, e tinha o objetivo de contribuir para amenizar os efeitos da enchente sobre a economia gaúcha (BCB, 2024a).

5.3 PADRÕES DE USO 2013-2024 E QUESTÕES RELEVANTES

É possível deduzir a partir das normas de compulsórios ao longo dos anos 2013-2024 três subperíodos diferentes.

Um deles, que vai de 2013-2016, pode ser considerado um período que dá continuidade ao padrão dos anos anteriores. Durante o subperíodo, o BCB deu apoio, dentro dos seus meios, a política industrial do governo, como foi o caso das deduções por subvenção econômica dos financiados destinados a programas do PAC e de compra de caminhões e motocicletas. Além disso, o BCB também aparentou preocupação ora com a estabilidade financeira das IFs, ora seguia o mesmo sentido da política de juros.

No final de 2016, como visto, o BCB lançou a Agenda BC+, que, dentre outros objetivos, com o propósito de reduzir o custo de crédito, agiu para simplificar e harmonizar as normas referentes aos recolhimentos compulsórios. Neste sentido, o segundo subperíodo pode ser considerado aquele que vai de 2017-2019, quando o BCB extinguiu uma série de normas referentes aos compulsórios, especialmente relacionado às deduções mais específicas – àquelas atreladas a aplicação/financiamento de alguma coisa. Durante o subperíodo, porém, o fim dessas deduções tinha o propósito de ser monetariamente neutro, significando que a redução das alíquotas veio com o exclusivo propósito de compensar o fim das deduções, e não de reduzir estruturalmente as alíquotas.

O outro subperíodo, e último, foi o período de crise da COVID, 2020-2021. Apesar do uso dos compulsórios durante o período ter sido algo excepcional, pois devido à crise isso exigiu uma atuação intensa e presente do BCB no sentido de prover liquidez, é importante notar as inovações do subperíodo. As variadas medidas do BCB, como o incentivo a aquisição de DPGE das IFs menores e o incentivo a recompra de LF própria, não foram exatamente novas. Como visto, porém, o uso dos compulsórios como garantia fiduciária para as linhas de liquidez do BCB pode ser considerado uma inovação, pois no Brasil nunca tinha sido utilizada antes.

O subperíodo também levou a atenção do BCB para o uso concomitante dos compulsórios e do LCR (BCB, 2020c), e a preocupação com a competição das IFs internacionalmente contra países de baixa alíquota de compulsórios. Ambas as preocupações certamente levaram o BCB para buscar alternativas ao uso dos compulsórios. Com a experiência bem-sucedida das linhas temporária de assistência de liquidez, o BCB foi capaz de manter os compulsórios drasticamente baixo (para os padrões brasileiros) com o lançamento das LFL, reduzindo efetivamente os compulsórios para 17%, dos 31% de janeiro de 2020.

De qualquer forma, vimos também que a preocupação do BCB não foi de impedir de alguma forma que as IFs “fugissem” dos compulsórios utilizando instrumentos de captação diferentes daqueles tradicionais. O estabelecimento de compulsórios sobre algum instrumento por vezes veio com o propósito de embasar uma postura do BCB em relação a algum problema conjuntural, como foram aqueles incidentes sobre posições vendidas de câmbio das IFs, e a

extinção usualmente devido ao fim dos seus propósitos, como foi o fim dos compulsórios sobre DI, cujo estabelecimento tentava reduzir uma assimetria regulatória.

Outra pergunta pertinente referente aos compulsórios é: por que as alíquotas no Brasil foram tão altas durante tanto tempo? Inicialmente, a resposta para essa pergunta poderia ser prudencial. O LCR só foi adotado no Brasil em 2015, de modo que antes disso os compulsórios serviam como um instrumento legítimo de garantia da liquidez para as IFs. Após esse período, porém, o LCR entrou em vigor (para as IFs maiores), o que reduziu a necessidade de ter uma alíquota tão alta. Outra resposta que faz sentido está relacionado a problemas estruturais de liquidez sofrido por economia emergentes, como a economia brasileira. É possível dizer que sem os compulsórios o BCB precisaria de esforços maiores com o uso dos juros para alcance de metas de inflação (Oliveira, Rolim e Blikstad, 2016).

Outro razão plausível para as alíquotas terem sido altas pode ter sido porque só seria possível praticar medidas de redistribuição de liquidez e direcionamento de crédito mediante alíquotas suficientemente grandes, pois neste caso há espaço para as deduções. Como vimos, o principal propósito dado pelo BCB aos compulsórios foi de redistribuir liquidez no SFN. Assim, mesmo que o LCR tivesse sido estabelecido antes, alíquotas pequenas reduziram a habilidade do BCB de redistribuir a liquidez para as IFs menores. Como está sendo o caso das IFs atuantes no RS, o BCB ilustra muito bem a necessidade de ter pelo menos um espaço pequeno para incentivo em situações emergenciais, uma vez que as IFs de maneira independente tendem a relutar atuação na contenção de crises, especialmente devido a sua característica de serem altamente inertes frente à incerteza.

Apesar disso, muita coisa muda com o estabelecimento das LFL, e a aparente pressão das IFs relacionado a competição no âmbito internacional. A experiência positiva das linhas temporárias de assistência do BCB firmou o terreno para o LFL, o que permitiu a redução estrutural das alíquotas. Além disso, pode ser argumentado que, apesar do BCB não citar em qualquer momento os depósitos voluntários remunerados como um fator de redução das alíquotas, porque tais depósitos incentiva as IFs a manterem recursos de pronto-uso e perfeitamente líquidos no BCB e tais depósitos vem crescendo fortemente nos últimos anos, isso também pode ter sido razão para redução das alíquotas.

Neste sentido, apesar das alíquotas continuarem relativamente altas, é possível argumentar que ela serve a um propósito importante: o de redistribuir liquidez quando assim o BCB ver necessidade.

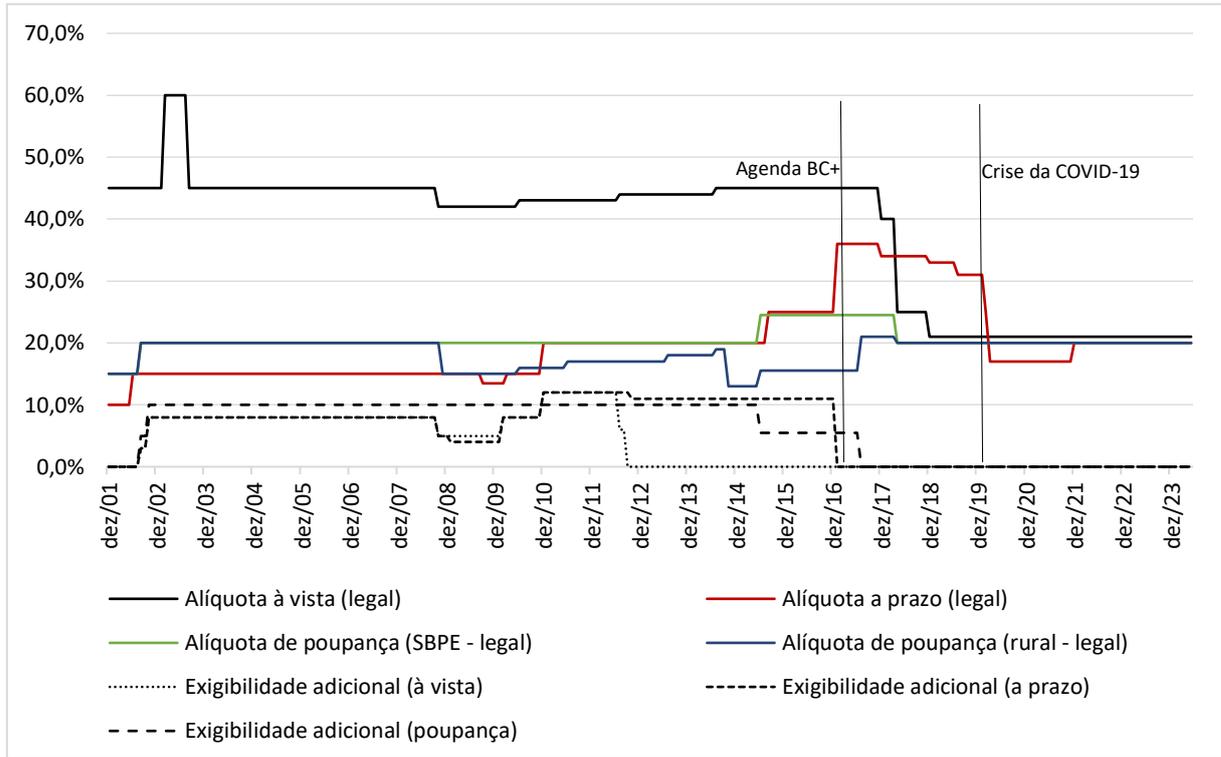
6 ESTATÍSTICAS RELACIONADOS AOS RECOLHIMENTOS COMPULSÓRIOS E À LIQUIDEZ

Antes de começar, a seção considerara o sistema bancário como àqueles compilados como “b1” e “b2” no IF.Data, que incluem os bancos comerciais, múltiplos com e sem carteira comercial, de investimento, de câmbio e Caixa Econômica. Apesar dos dados trazerem alguns anos antes, a ideia é apenas para ilustrar melhor, embora a análise seja apenas de 2013-2024.

A liquidez bancária será considerada como ativos considerados líquidos como proporção dos ativos totais do sistema bancário. Os itens considerados líquidos serão as Disponibilidades, porque são compostos de moeda e reservas voluntárias depositadas no BCB, e Aplicações Interfinanceiras de Liquidez, compostos majoritariamente por operações compromissadas, empréstimos de curto prazo feitos com relativa segurança propiciada pelo lastro com títulos de dívida, especialmente títulos da dívida pública federal interna, o que confere baixo risco de crédito.

Assim, para começar é interessante notar as alíquotas legais, na Figura 2. Dois pontos importantes podem ser tirados do gráfico. O primeiro é uma convergência, ao redor da Crise da COVID-19, das alíquotas para 20%, um processo que já vinha acontecendo desde a Agenda BC+. O segundo é a queda considerável, após a Agenda BC+, das alíquotas à vista e a prazo. Além disso, como ilustra a figura, as ações de simplificação do BCB afetaram também o número de alíquotas, que passaram a ser apenas sobre aqueles passíveis tradicionais.

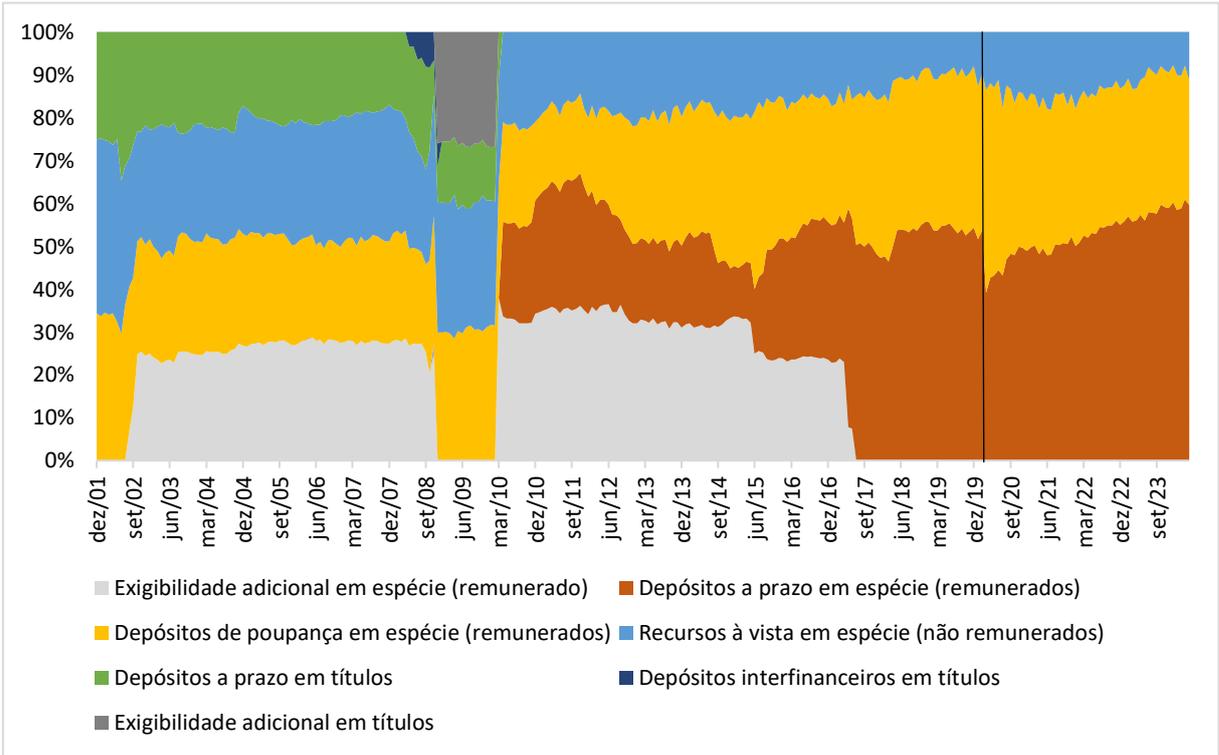
Figura 2 - Alíquota dos Compulsórios (legal) - 2001-2024



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

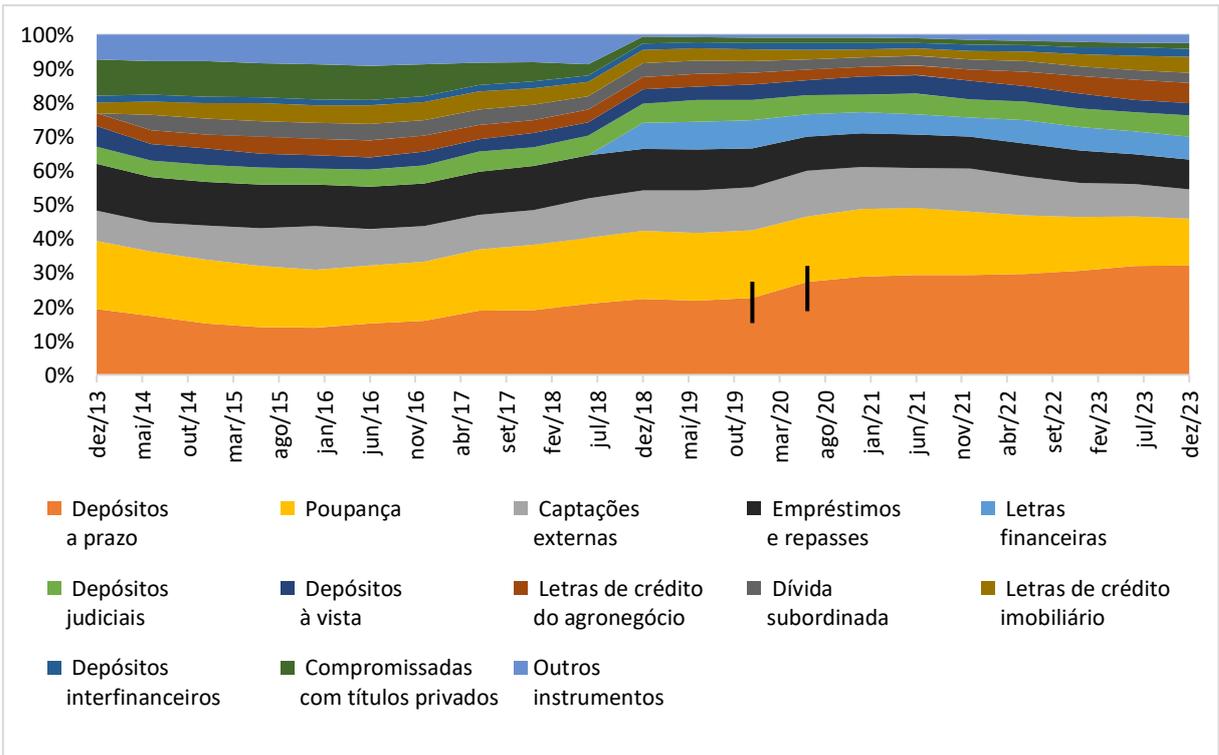
Na Figura 3 é possível ver a proporção dos recolhimentos em relação do total recolhido. A primeira atenção do gráfico é a redução do número de modalidades para apenas as tradicionais, como dito. Além disso, é importante notar como os recolhimentos a prazo tomaram o protagonismo após o fim das exigibilidades adicionais. Como dito anteriormente, o objetivo do BCB na Agenda não era de reduzir os compulsórios, apenas harmonizar e simplificar as normas referentes a eles. De qualquer forma, também percebemos a participação perene dos recolhimentos de poupança e a prazo, com perda de participação recursos à vista.

Figura 3 - Participação de cada modalidade de compulsório - 2001-2024



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

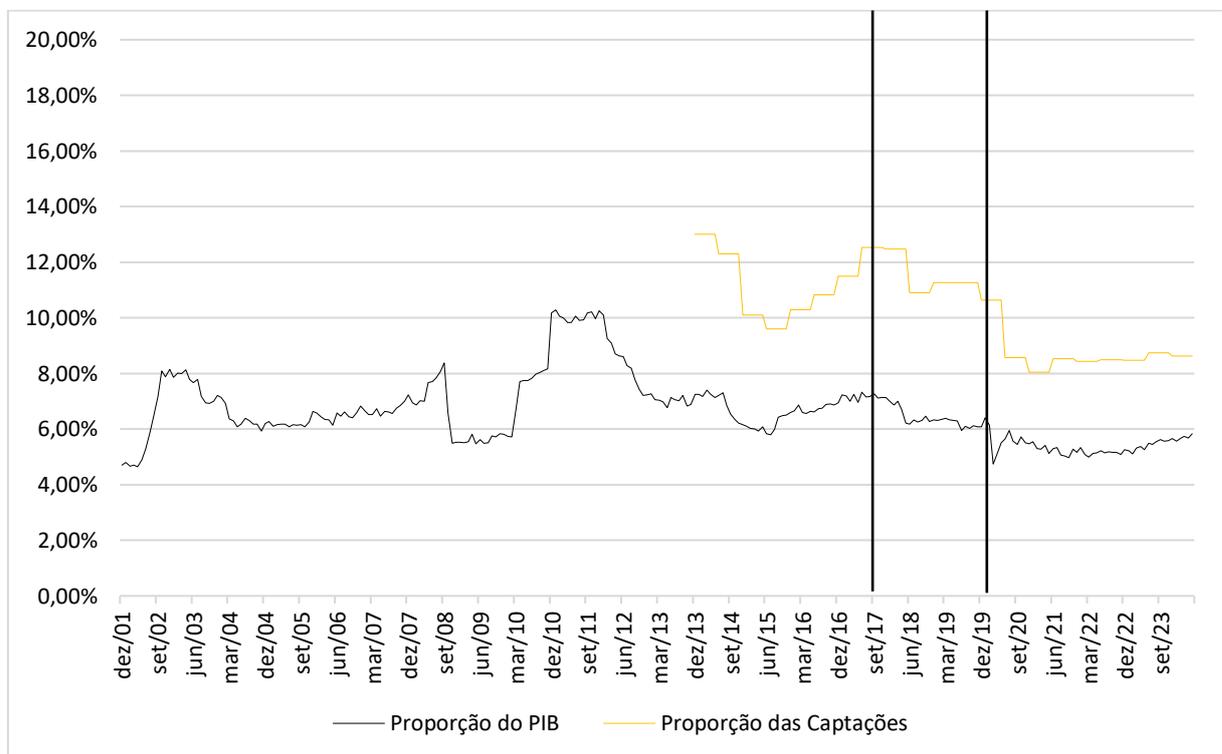
Figura 4 - Captações do Sistema Bancário, por instrumento 2013-2024



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

O ganho de participação dos recolhimentos a prazo pode ser com maior certeza explicado pela maior participação nas captações das IFs. Como mostra a figura 4, no período delimitado pelos traços escuros, existe um salto na participação dos depósitos a prazo nas captações das IFs. Este ponto, nos dados brutos, correspondem a dezembro de 2019 e junho de 2020. Tal ganho, apesar de ser preciso se atentar para o fato da poupança e dos depósitos à vista terem perdido participação nas captações, é explicado, por sua vez, pela queda das alíquotas a prazo, que, como vimos, durante a crise da COVID-19, despencou. Isso certamente incentivou as IFs a emitirem essa forma de captação. É possível ver na figura 3 que a participação dos recolhimentos a prazo no total de compulsórios cai bem no início da crise da COVID-19, em virtude da redução drástica das alíquotas, mas lentamente cresce ao longo da crise da COVID-19, devido a maior participação dos depósitos a prazo nas captações das IFs.

Figura 5 - Compulsórios como proporção do PIB e do total de captações do sistema bancário - 2001-2024



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

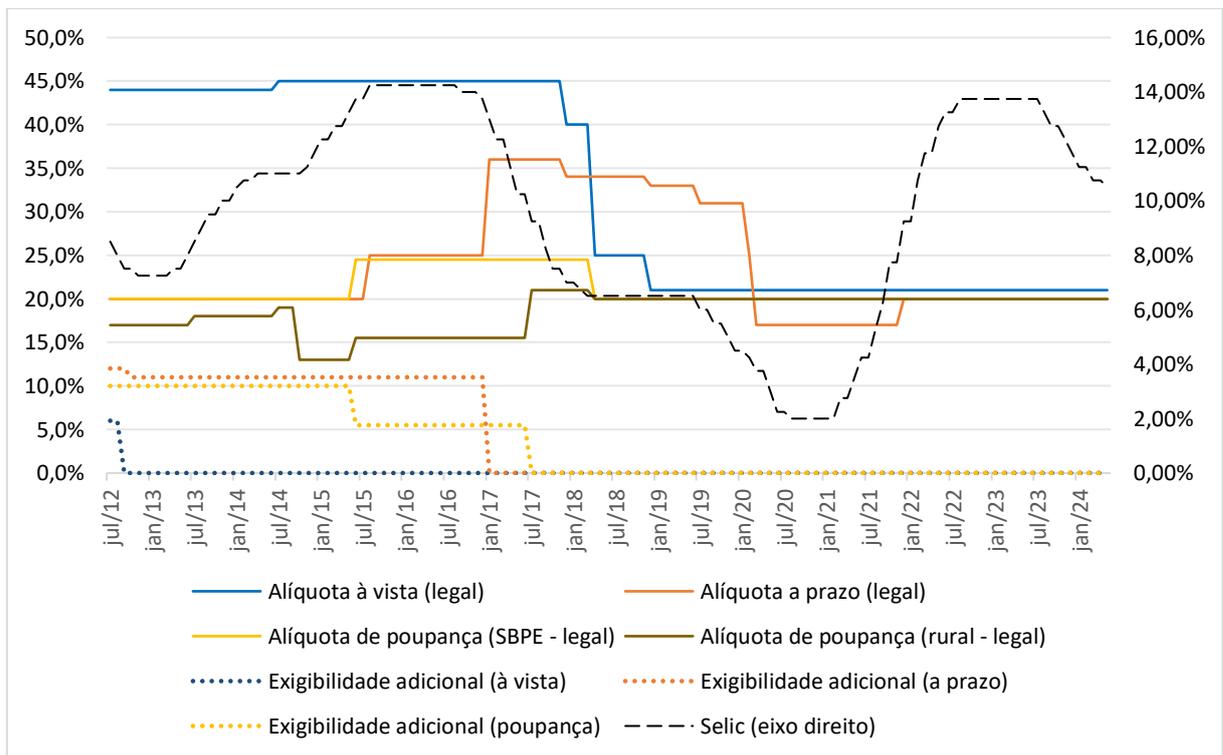
Ainda em relação às captações, a figura 5 mostra o volume de compulsórios como proporção do PIB e do total de captações do sistema bancário. Como proporção do PIB, os compulsórios permaneceram, de 2001 até a Agenda BC+, em 2016, relativamente volátil, o que pode explicar as ações mais ativas do BCB no seu uso, embora os anos pós 2011 tenham sido

de “enxugamento” do seu uso. Após 2016, por sua vez, é possível ver um processo de estabilização, especialmente após a crise da COVID.

A história para o caso dos compulsórios como proporção das captações totais do sistema bancário é muito parecida. Porém, é possível claramente ver uma queda intensa da proporção após a Agenda BC+, para estabilizar ao redor de 2021, revelando que a Agenda BC+ pode ter sido capaz de reduzir o custo das captações.

Porque a participação dos recolhimentos sobre recursos à vista foram reduzidas, vale destacar, a proporção de recolhimentos remunerados, ou parcialmente remunerados, também aumentou, o que em tese reduz o custo imposto sobre as IFs.

Figura 6 - Alíquotas dos compulsórios e Taxa Selic - 2012-2024



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Em questão de uso dos compulsórios para fins de instrumento complementar de política de juros, a figura 6, acima, mostra as alíquotas de compulsórios juntamente com a taxa Selic. Entre janeiro de 2013 e janeiro de 2017, no gráfico podemos ver que apesar da escalada de juros pelo BCB, as alíquotas referentes aos recursos à vista, de poupança e a prazo tiveram pouca ou nenhuma mudança, revelando que os compulsórios não foram usados como instrumento complementar de política monetária. A exceção foi um intervalo em julho de 2015 que os recolhimentos sobre poupança (SBPE) e a prazo aumentam em 5%. Após janeiro de 2017,

apesar das alíquotas terem caído concomitantemente a Selic, como explicado essas quedas nas alíquotas de recolhimento vieram no contexto da Agenda BC+, que extinguiu uma série de deduções e as alíquotas adicionais, e não tiveram, necessariamente, a ver com os juros.

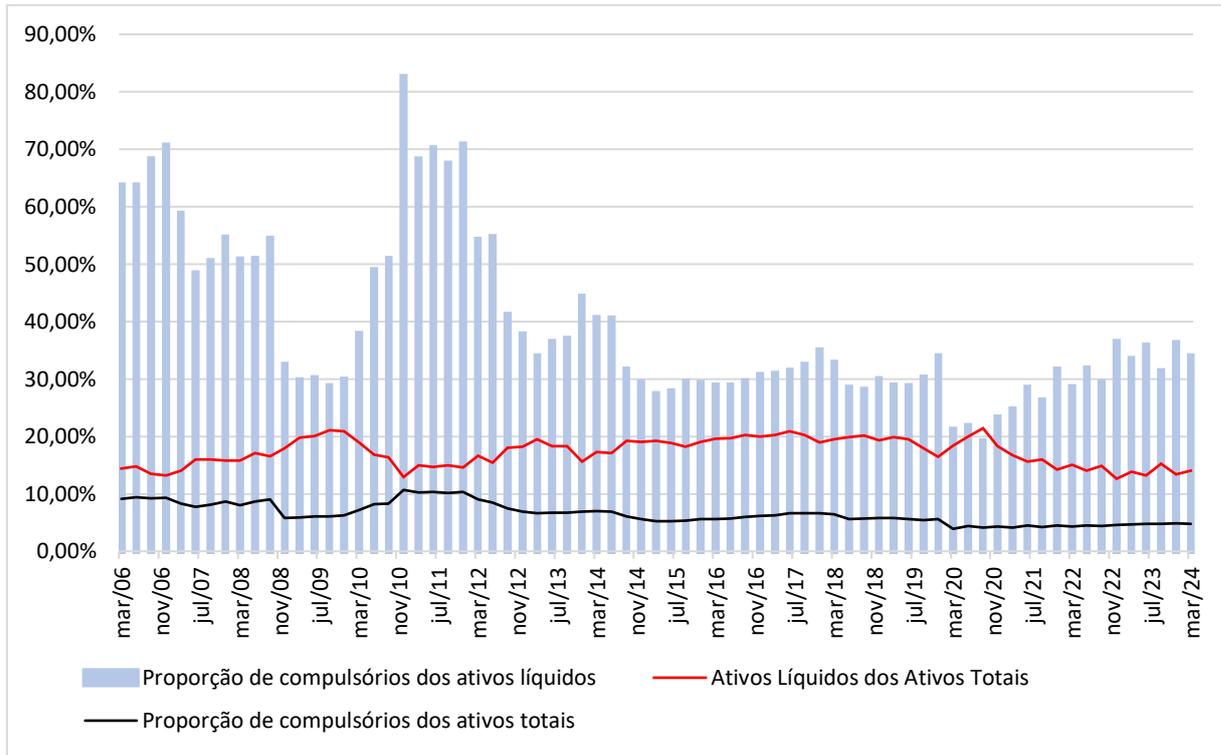
Como mostra a figura 6, ainda, a crise da COVID foi uma exceção, onde a queda dos recolhimentos a prazo acompanhou a Selic por um intervalo de um ano, embora, como já analisamos anteriormente, as razões dadas pelo BCB foram outras.

Já em questão de liquidez do sistema bancário, a figura 7, abaixo, apresenta os ativos líquidos em proporção dos ativos totais, os compulsórios em proporção dos ativos líquidos e os compulsórios em proporção dos ativos totais.

Primeiro, é interessante notar a intensa queda dos compulsórios como proporção dos ativos líquidos (barra azul) desde 2011, saindo de um pico de 80% para os atuais 33%, propiciado pelo aumento dos ativos líquidos em conjunto com a perenidade dos recolhimentos. Apesar disso, não é possível dizer que o balanço das IF se tornaram menos líquido, uma vez que a proporção de ativos líquidos do total de ativos giraram em torno dos 15% durante todo o período de 2011-2024. Além disso, apesar de a proporção dos compulsórios em relação ao PIB e às captações do sistema bancário terem caído, com o aumento dos instrumentos de captações que incidem compulsórios ganhando espaço nas captações das IFs (principalmente devido aos depósitos a prazo), as IFs não reduziram os ativos líquidos no seu balanço em relação aos ativos totais, permanecendo, em tese, relativamente seguras aos choques de liquidez.

O segundo ponto na Figura 7 é a queda dos compulsórios como proporção dos ativos totais desde 2012, que saiu dos 10% para os atuais 5%, tendo permanecido com relativa estabilidade. Neste ponto, isso demonstra que a expansão do balanço do sistema bancário não veio com conjunto com maior volume de compulsórios, que supostamente serviria como *buffer*. Isso, porém, não representa a perda de importância como instrumento prudencial dos compulsórios, como será visto mais adiante.

Figura 7 - Compulsórios como proporção dos ativos totais, ativos líquidos, e proporção dos ativos líquidos do sistema bancário - 2006-2024



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

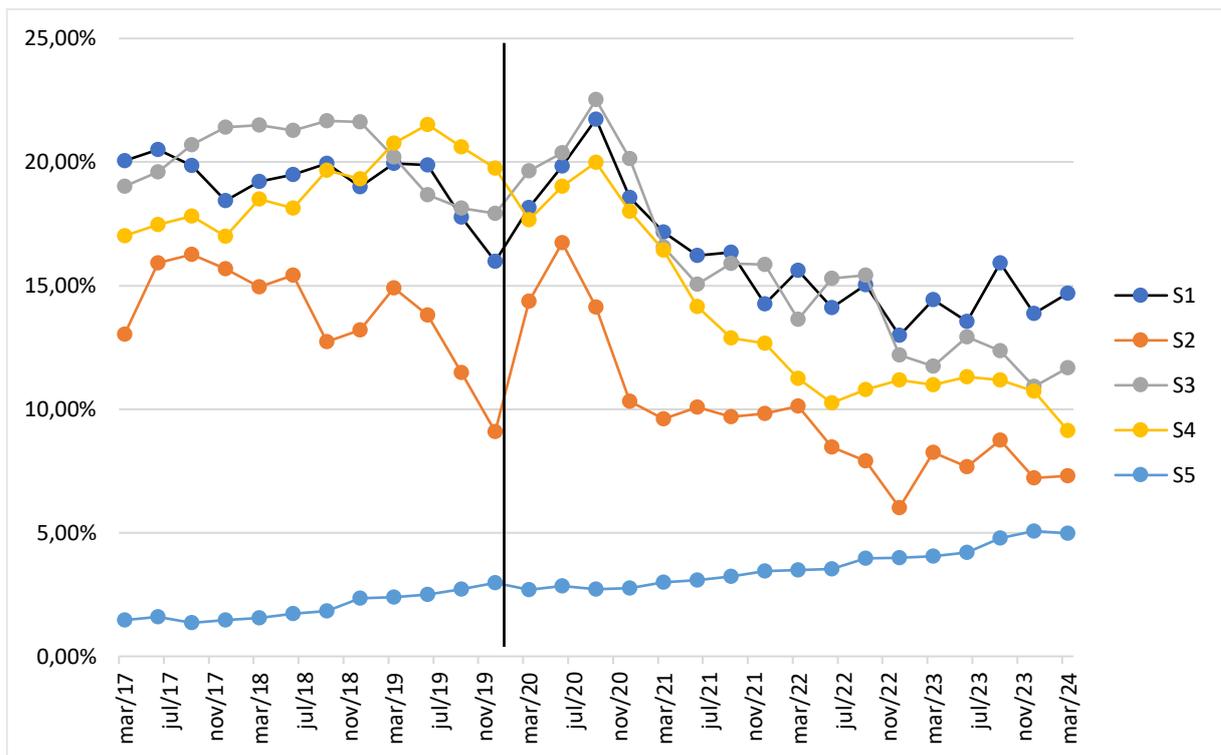
Por último, é interessante buscar uma maneira de tentar compreender os possíveis impactos dos compulsórios sobre a redistribuição de liquidez do sistema financeiro. A figura 8 mostra a proporção de ativos líquidos de cada Segmento do SFN, que será um *proxy* do tamanho das IFs.

Na figura 8, assim, é possível ver os ativos líquidos como proporção dos ativos totais para todos os segmentos. O primeiro ponto a destacar é o aumento perene de ativos líquidos do S5, que apesar de ser pequeno, e representar uma parcela pequena dos ativos totais do sistema financeiro, pode mostrar os efeitos das normas que aumentaram as deduções sobre recursos a prazo, além dos incentivos do BCB às IFs de segmentos maiores para injeção de liquidez sobre IF de segmentos menores.

O segundo ponto é o que acontece logo após o início da crise da COVID. É possível ver como todos os segmentos (exceto S5) tem um ganho de liquidez considerável no início da crise. Após as medidas do BCB pela liberação de liquidez, que incluiu a redução dos compulsórios de 31% para 25% em fevereiro de 2020 e aumento dos compulsórios no HQLA, o estabelecimento do LTEL em março de 2020 juntamente com a redução dos compulsórios para 17-20%, e possibilidade de dedução dos recolhimentos pelas compras de DPGE das IFs de

segmentos 3, 4 e 5 pelas de segmento 1 e 2, em maio de 2020, as IFs aparentaram segurar os ativos líquidos até pelo menos junho de 2020. Após esse ponto, porém, os ativos líquidos de todos os segmentos, exceto S5, caem. Isso pode ser explicado pela confiança gerada na atuação do BCB para agir como provedor de liquidez. A liberação de liquidez pelo BCB pode ter reduzido a preferência pela liquidez das IFs, com um certo *lag*, o que permitiu a expansão dos seus balanços, e assim a redução da proporção de ativos líquidos, o que, por uma ótica de reestabelecimento do mercado de crédito e funcionamento do SFN de maneira geral, confirma o uso prudencial dos recolhimentos compulsórios.

Figura 8 - Proporção de ativos líquidos dos ativos totais de cada segmento - 2017-2024



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

7 CONCLUSÃO

Podemos, primeiro, concluir que os recolhimentos compulsórios no Brasil apesar de deixaram de ser uma ferramenta de política monetária (no sentido de subsidiar a atuação do BCB para fins de estabilidade de preços), não deixou de ter seu propósito de política macroprudencial. O BCB, durante o período analisado, deixou de conduzir suas alíquotas em correlação com a Selic de maneira ativista. Porém, apesar da redução da proporção dos compulsórios do SFN em relação a suas captações – com uma redução de *buffer* das IFs –, os compulsórios continuaram cumprindo seu papel de instrumento macroprudencial.

Essa redução no *buffer* das IFs, por sua vez, se deu porque o BCB não impediu que as IFs migrassem para diferentes instrumentos de captações. Apesar do aumento da proporção das captações por depósitos a prazo, o movimento se deu porque as alíquotas foram reduzidas, e não porque o Banco Central “taxou” as outras formas de captação.

Além disso, a proporção de compulsórios tanto dos ativos líquidos quanto dos ativos totais reduziram com relativa relevância, o que revela que as IFs acumularam cada vez mais ativos líquidos em proporção maior que os compulsórios, uma vez que houve queda no agregado de compulsórios. Essa acumulação foi marcado num passo maior que o acúmulo de compulsórios, e que, apesar da expansão dos seus balanços, os compulsórios, no sentido de servir como *buffer*, aparentou perder seu objetivo prudencial. Isso, porém, não é possível argumentar, pois a liberação dos compulsórios foram de crucial importância, revelando uma dimensão prudencial importante: eles foram crucial para manter o SFN fluido e operante, garantindo que as IFs continuassem a expandir o crédito, e evitando assim que as incertezas que permeiam as IFs se propagassem para todo o SFN e sistema econômico de maneira geral.

Assim, é possível concluir que o propósito dado pelo Banco Central a uma alíquota de recolhimento relativamente alta é para fins de redistribuição de liquidez no SFN e possíveis fins de sinalização de confiança. Quando as IFs aumentaram a preferência pela liquidez durante a crise da COVID, o Banco Central tinha um espaço de atuação, também, pelas alíquotas de recolhimento. É possível argumentar que os recolhimentos agem no conjunto de ferramenta do BCB como uma “cenoura”, utilizada para gerar confiança e estímulo a mais às IFs em situações de aflição quanto a possível restrição de liquidez. Assim, a redução das alíquotas de recolhimento não vieram em conjunto com menor liquidez do SFN no longo prazo. O que pareceu acontecer foi uma independência do movimento das alíquotas em relação aos ativos líquidos, com exceção do momento em que o BCB a utiliza de maneira a normalizar o nível de liquidez do sistema bancário.

Assim, apesar dos recolhimentos compulsórios terem perdido espaço no conjunto de ferramentas de política monetária, e apesar deles serem considerados relativamente altos, é possível argumentar que ele serve a um propósito importante, de redistribuição de liquidez e sinalização de confiança, agindo como um instrumento contracíclico, o que revela sua utilidade.

REFERÊNCIAS

- ANDERSON, R. G.; RASCHE, R. H. Retail Sweep Program and Bank Reserves, 1994-1999. Federal Reserve Bank of St. Louis. February 2001.
- BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2013a. Relatório de Estabilidade Financeira, setembro de 2013, vol. 12, n. 2.
- BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2013b. Atas do Comitê de Política Monetária: 173ª reunião. Março de 2013.
- BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2013c. Atas do Comitê de Política Monetária: 176ª reunião. Julho de 2013.
- BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2014a. Atas do Comitê de Política Monetária: 184ª reunião. Julho de 2014.
- BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2015a. Circular nº 3749, de 5 de março de 2015. Estabelece a metodologia de cálculo do indicador Liquidez de Curto Prazo (LCR) e dispõe sobre a divulgação de informações relativas ao LCR. 2015.
- BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2015b. Relatório de Estabilidade Financeira, Março de 2015, vol. 14, n. 1.
- BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2015c. Atas do Comitê de Política Monetária: 189ª reunião. Março de 2015.
- BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2015d. Atas do Comitê de Política Monetária: 191ª reunião. Junho de 2015.
- BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2016a. Relatório de Estabilidade Financeira, Abril de 2016, vol. 15, n. 1.
- BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2016b. Atas do Comitê de Política Monetária: 196ª reunião. Janeiro de 2016.
- BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2016b. Atas do Comitê de Política Monetária: 201ª reunião. Agosto de 2016.
- BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2017a. Circular nº 3869, de 19 de Dezembro de 2017. Estabelece a metodologia de apuração do indicador Liquidez de Longo Prazo (NSFR), dispõe a divulgação de informações relativas ao NSFR e altera a Circular nº 3749, de 5 de março de 2015. 2017.
- BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2017b. **Resolução nº 4.553, de 30 de Janeiro de 2017**. Estabelece a segmentação do conjunto das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BANCO CENTRAL do Brasil para fins de aplicação proporcional da regulação prudencial. Brasília,
- BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2017c. Instruções de Preenchimento – Brasil, baseado na circular 3749/2015, com redação dada pela circular 3826/2017. Abril de 2017.
- BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2017d. Voto 280/2017-BCB de 19 de dezembro de 2017.
- BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2017e. Atas do Comitê de Política Monetária: 205ª reunião. Fevereiro de 2017.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2017f. Atas do Comitê de Política Monetária: 211ª reunião. Dezembro de 2017.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2018a. **Resolução n. 4676, de 31 de julho de 2018.** ... e disciplina o direcionamento dos recursos captados em depósitos de poupança. Brasília.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2018b. **Circular 3888, de 28 de março de 2018.** Altera as Circulares nº 3.632, de 21 de fevereiro de 2013, nº 3.569, de 22 de dezembro de 2011, nº 3.090, de 1º de março de 2002 e nº 3.566, de 8 de dezembro de 2011. Brasília.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2018c. **Voto 71/2018, de 22 de março de 2018.**

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2018d. **Voto 244/2018, de 21 de novembro de 2018.**

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2018d. **Voto 244/2018, de 21 de novembro de 2018.**

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2018e. Atas do Comitê de Política Monetária: 216ª reunião. Agosto de 2018.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2019a. **Voto 101/2019, de 21 de maio de 2019.**

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2019b. **Voto 131/2019, de 25 de junho de 2019.**

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2019c. Atas do Comitê de Política Monetária: 224ª reunião. Julho de 2019.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2020a. **Resolução BCB n. 53, de 16 de dezembro de 2020.** Estabelece procedimentos para a remessa de informações relativas às operações de microcrédito e define critérios para aferição do cumprimento do direcionamento nessas operações. Brasília.

BCB – BANCO CENTRAL do Brasil. 2020b. Discussão sobre as funções dos recolhimentos compulsórios. Estudos Especiais do BANCO CENTRAL, n. 72/2020. Brasília.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2020c. **Voto 38/2020, de 18 de fevereiro de 2020.**

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2020d. **Voto 65/2020, de 20 de março de 2020.**

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2020e. **Voto 66/2020, de 22 de março de 2020.**

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2020f. **Voto 91/2020, de 6 de abril de 2020.**

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2020g. **Voto 177/2020, de 24 de junho de 2020.**

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2020g. **Voto 99/2020, de 13 de abril de 2020.**

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2020i. Relatório de Economia Bancária, 2020.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2020j. Atas do Comitê de Política Monetária: 223ª reunião, setembro de 2020.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2020l. **Voto 272/2020, de 30 de setembro de 2020.**

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2020m. Relatório de Economia Bancária 2019, 2020.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2021a. **Resolução BCB n. 145, de 24 de setembro de 2021.** Define e consolida as regras do recolhimento compulsório sobre recursos a prazo. Brasília.

BCB – BANCO CENTRAL do Brasil. 2021b. **Resolução nº 129, de 19 de agosto de 2021.** Dispõe sobre depósitos voluntários a prazo de instituições financeiras no BANCO CENTRAL do Brasil para fins de política monetária. Brasília.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2021c. **Resolução BCB nº 175, de 15 de dezembro de 2021**. Disciplina o redesconto do BANCO CENTRAL do Brasil na modalidade compra com compromisso de revenda, intradia e de um dia útil, com instituições financeiras... Brasília, 2021.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2021d. **Voto 186/2021–BCB, de 19 de agosto de 2021**. Assuntos de Política Monetária – BC# Competitividade – Propõe a edição de ato normativo dispondo sobre o acolhimento de depósitos voluntários a prazo de instituições financeiras para fins de política monetária. Brasília.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2021e. Atas do Comitê de Política Monetária: 237ª reunião, março de 2021.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2021f. **Voto 44/2021, de 10 de março de 2021**.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2021g. **Voto 214/2021, de 23 de setembro de 2021**.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2022a. **Resolução BCB n. 188, de 23 de fevereiro de 2022**. Define e consolida as regras do recolhimento compulsório sobre recursos de depósitos de poupança. Brasília.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2022b. **Resolução BCB n. 189, de 23 de fevereiro de 2022**. Define e consolida as regras do recolhimento compulsório sobre recursos à vista e incorpora regras do recolhimento compulsório sobre recursos de depósitos e de garantias realizadas. Brasília.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2022c. **Instrução Normativa BCB nº 268 de 1 de abril de 2022**. Define as rubricas contábeis do grupo Ativo Realizável do elenco de contas do Padrão Contábil das Instituições Reguladas pelo BANCO CENTRAL do Brasil (Cosif) para utilização pelas instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BANCO CENTRAL do Brasil. Brasília.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2022d. Discussão sobre as funções dos recolhimentos compulsórios. **Estudo Especial n. 20**. 2020.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2023a. Relatório de Estabilidade Financeira. Vol 22, n. 1. Maio de 2023.

BCB – BANCO CENTRAL do Brasil. 2023b. **Recolhimento Compulsório – Quadro Resumo**. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/aliquotascompulsorios/Resumo_aliquotas_compuls%C3%B3rios.pdf Acesso em: 15 set. 2023.

BCB – Banco Central do Brasil. 2023c. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/recolhimentoscompulsorios> Acesso em: 9 fev. 2023.

BCB – Banco Central do Brasil. 2023d. Série Histórica dos Recolhimentos Compulsórios – Alíquotas. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/legado?url=https:%2F%2Fwww.bcb.gov.br%2Fhtmlms%2Ffinfecon%2Fseriehistrecomp_p.asp Acesso em 10/07/2023

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. 2024a. **Voto 65/2024, de 13 de maio de 2024**.

BCBS – BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION. Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and Liquidity Risk Monitoring Tools. January 2013.

BCBS – BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION. Basel III: The Net Stable Funding Ratio. October 2014.

BCBS – BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION. International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards. Basle, July 1988.

BLANCHARD, O. Macroeconomia. **Pearson Prentice Hall**, 5ª edição. São Paulo, 2011.

BORIO, C. E. V. Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation? BIS Working Paper, No. 128, February 2003.

BRASIL. 2019. **Lei nº 13.820, de 2 de maio de 2019**. Dispõe sobre as relações financeiras entre a União e o BANCO CENTRAL do Brasil e sobre a carteira de títulos mantida pelo BANCO CENTRAL do Brasil para fins de condução da política monetária. Brasília.

BRASIL. **Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017**. Dispõe sobre o processo administrativo sancionador na esfera de atuação do BANCO CENTRAL do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários; altera a [...]. Brasília.

BRASIL. **Lei nº 14.185, de 14 de julho de 2021**. Dispõe sobre o acolhimento pelo BANCO CENTRAL do Brasil de depósitos voluntários à vista ou a prazo das instituições financeiras; e altera a Lei nº 12.865, de 9 de outubro de 2013. Brasília.

CALOMIRIS, C. W. Is Deposit Insurance Necessary? A Historical Perspective. *The Journal of Economic History*, vol. 50, nº 2, p. 283-295. June 1990.

CALOMIRIS, C. W.; JAREMSKI, M. Deposit Insurance: Theories and Facts. *Annual Review of Financial Economics*, vol. 8, p. 97-120. October 2016.

CARLSON, M. A. Lessons from the Historical Use of Reserve Requirements in the United States to Promote Bank Liquidity. **FEDS Working Paper**, n. 2013-11. 2013. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2245601>

CARVALHO, F., DE PAULA, L.F., SICSÚ, J., Souza, F.; STUDART, R. **Economia monetária e financeira: teoria e política**, ed. 3, 2015. Elsevier Brasil.

CARVALHO, F.C. Inovação Financeira e Regulação Prudencial: da regulação de liquidez aos acordos de basileia. IN: SOBREIRA, R. (org.). *Regulação Financeira e Bancária*. Editora Atlas, 2005.

CAVALCANTI, M. A; VONBUN, C. Evolução da Política do Recolhimento Compulsório no Brasil Pós-Real. **IPEA: Texto para discussão** n. 1826, 2013.

DASSATTI, C.; PEYDRO, J-L.; RODRIGUEZ T.; VICENTE, S., Macroprudential and Monetary Policy: Loan-Level Evidence from Reserve Requirements. *Universitat Pompeu Ebra, Working Paper n. 1650*. August, 2023

DE PAULA, L. F. Financiamento, crescimento econômico e funcionalidade do sistema financeiro: uma abordagem pós-keynesiana. **Estudos Econômicos**, São Paulo, vol. 43, n.2, p. 363-396, 2013.

DE PAULA, L. F. Tamanho, Dimensão e Concentração do Sistema Bancário no Contexto de Alta e Baixa Inflação no Brasil. **Nova Economia**, vol. 8, n. 1, 1998.

DELLA VALLE, G., KING, D. e VEYRONE, R. **Internacional Monetary Fund's Technical Assistance Handbook: Reserve Requirements**. 2022.

DORNBUSCH, R.; FISCHER, S.; STARTZ, R. Macroeconomia. **AMGH**, 11ª edição. Porto Alegre, 2013.

ECB – European Central Bank. The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area, applicable from January 2012. **Official Journal of the European Union**. December, 2011.

Fed – BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. 2019. **Reserve Maintenance Manual**. November 2019.

Fed – Federal Reserve. Federal Reserve Survey. 1998. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/econresdata/releases/snfinsurvey.htm>

FEDERICO, P., VEGH, C.A. e VULETIN, G. Reserve requirement policy over the business cycle. **National Bureau of Economic Research**. Working Paper n. 20612. 2014.

GLOCKER, C. Reserve Requirements and Financial Stability. **Journal of International Finance Markets, Institutions and Money**, 71(2021), p. 101286-101306. 2021.

GLOCKER, C.; TOWBIN, P. Reserve requirements as a macroprudential instrument – Empirical evidence from Brazil. **Journal of Macroeconomics**, 44, p. 158-176, jun. 2015.

GLOCKER, C.; TOWBIN, P. Reserve Requirements for Price and Financial Stability: When are They effective? Banque de France. 2012.

GOODFRIEND, M; HARGRAVES, M. A Historical Assessment of the Rationales and Functions of Reserve Requirements. FRB Richmond Working Paper, n. 83-1, 1983. Disponível: <https://ssrn.com/abstract=2117964> Acesso em: 9 fev. 2023.

GRAY, S. Central bank balances and reserve requirements. **IMF Working Paper** n. 11-36, 2011.

HOLDEN, C. W.; JACOBSEN, S.; SUBRAHMANYAM, A. The Empirical Analysis of Liquidity. **Foundations and Trends in Finance**, Vol. 8, no. 4, pp. 263-365.

KHAN, G. A. Monetary Policy under a Corridor Operating Framework. **Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review**, Fourth Quarter. 2010.

Lavoie, M. A System with Zero Reserves and with Clearing Outside of the Central Bank: The Canadian Case. **Review of Political Economy**, 1–14, 2019.

LIPPMAN, S. A.; McCALL, J. J. An Operational Measure of Liquidity. **The American Economic Review**, vol. 76, no. 1, Mar. 1986, p. 43-55.

MANKIW, G. Macroeconomia. **LTC – Livros Técnicos e Científico Editora**, 8ª edição. Rio de Janeiro, 2015.

MONTORO, C.; MORENO, R. The Use of Reserve Requirements as a Policy Instrument in Latin America. **BIS Quarterly Review**, mar. 2011.

NIKOLAOU, K. Liquidity (Risk) Concepts: Definitions and Interactions. **ECB Working Paper**, n. 1008, February 2009.

OBRIAN, Y. C. Reserve Requirements Systems in OECD Countries. **Federal Reserve Board**. 2007.

OLIVEIRA, G. C. de; ROLIM, L.; BLIKSTAD, N. Regime de metas para a inflação e medidas macroprudenciais: uma análise à luz da experiência brasileira recente (2008-2013). **Pesquisa & Debate Revista Do Programa De Pós-Graduação Em Economia Política**, 27(1(49)), 2016. Recuperado de <https://revistas.pucsp.br/index.php/rpe/article/view/24546>

ROBITAILLE, P. Liquidity and reserve requirements in Brazil. Federal Reserve: International Finance Discussion Paper, n. 1021. 2011.

SANCHES, O. P. **Análise sobre a utilização dos depósitos compulsórios**. 1990. 269 f. Dissertação (Mestrado em Economia) - Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 1990.

SNB – SWISS NATIONAL BANK. **The Swiss National Bank in Brief**. 18th edition. July 2023.

TOBIN, J. Commercial Banks as Creators of Money. **Cowles Foundation Discussion Papers**. **388**.

TORRES, E. T. F.; MARTINS, N. M. Regulando os Sistemas Financeiros: elementos introdutórios. Texto para Discussão 003-2018. Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ). Março, 2018.

WEINER, S. E. The changing role of reserve requirements in monetary policy. **Economic Review-Federal Reserve Bank of Kansas City**, 77, 45-45. 1992.