

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO**  
**DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**  
**MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO**



**ANÁLISE SOBRE O PORQUÊ DAS DISTINTAS COMPOSIÇÕES DOS  
ATIVOS DOS BANCOS CENTRAIS E SEUS DIFERENTES IMPACTOS  
SOBRE AS ECONOMIAS**

**EDUARDA FONTES CHENIAUX**  
**Matrícula: 1813067**

**Orientador: Márcio Gomes Pinto Garcia**

**Rio de Janeiro**  
**Novembro/2021**

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO**  
**DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**  
**MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO**

**ANÁLISE SOBRE O PORQUÊ DAS DISTINTAS COMPOSIÇÕES DOS  
ATIVOS DOS BANCOS CENTRAIS E SEUS DIFERENTES IMPACTOS  
SOBRE AS ECONOMIAS**

**EDUARDA FONTES CHENIAUX**  
**Matrícula: 1813067**

**Orientador: Márcio Gomes Pinto Garcia**

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma fonte de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor

Rio de Janeiro  
Novembro de 2021

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.

## **Agradecimentos**

Primeiramente, agradeço ao meu pai Marcelo por todas as formas de apoio para a travessia deste percurso acadêmico e pela herança do amor a essa profissão. À minha mãe Débora, que me motivou e apoiou em todos os momentos, além de demonstrar imenso orgulho pela minha dedicação aos estudos. À minha irmã, Mariana, que mesmo de longe, se fez presente nessa trajetória;

Aos meus amigos da faculdade, por terem tornado este percurso mais prazeroso, proporcionado momentos inesquecíveis de humor, leveza, companheirismo e amizade.

Ao professor e orientador Marcio Garcia, minha gratidão e admiração, por ter compartilhado com entusiasmo seu conhecimento e experiência, me ajudando a escolher o percurso da minha vida profissional;

Aos mestres que compartilharam seus conhecimentos e experiências que realmente fizeram a diferença nesta trajetória.

## Lista de Ilustrações

- Figura 1 – Ativos do Banco Central do Brasil - Milhões de Reais
- Figura 2 – Ativos do Banco Central do Brasil - % Total de Ativos
- Figura 3 – Passivos do Banco Central do Brasil - Milhões de Reais
- Figura 4 – Passivos do Banco Central do Brasil - % Total de Passivos
- Figura 5 – Ativos do *Banco Central de Chile* - Bilhões de Pesos Chilenos
- Figura 6 – Ativos do *Banco Central de Chile* - % Total de Ativos
- Figura 7 – Passivos do *Banco Central de Chile* - Bilhões de Pesos Chilenos
- Figura 8 – Passivos do *Banco Central de Chile* - % Total de Passivos
- Figura 9 – Ativos do *Reserve Bank of Australia* - Milhões de Dólares Australianos
- Figura 10 – Ativos do *Reserve Bank of Australia* - % Total de Ativos
- Figura 11 – Passivos do *Reserve Bank of Australia* - Milhões de Dólares Australianos
- Figura 12 – Passivos do *Reserve Bank of Australia* - % Total de Passivos
- Figura 13 – Ativos do *Federal Reserve* - Milhões de Reais
- Figura 14 – Ativos do *Federal Reserve* - % Total de Ativos
- Figura 15 – Passivos do *Federal Reserve* - Milhões de Reais
- Figura 16 – Passivos do *Federal Reserve* - % Total de Passivos
- Figura 17 – Ativos do *Bank of Canada* - Milhões de Dólares Canadenses
- Figura 18 – Ativos do *Bank of Canada* - % Total de Ativos
- Figura 19 – Passivos do *Bank of Canada* - Milhões de Dólares Canadenses
- Figura 20 – Passivos do *Bank of Canada* - % Total de Passivos
- Figura 21 – Ativos do *European Central Bank* - Milhões de Euros
- Figura 22 – Ativos do *European Central Bank* - % Total de Ativos
- Figura 23 – Passivos do *European Central Bank* - Milhões de Euros
- Figura 24 – Passivos do *European Central Bank* - % Total de Passivos
- Figura 25 – Ativos do *Central Bank of the Republic of Turkey* - Milhares de Liras Turcas
- Figura 26 – Ativos do *Central Bank of the Republic of Turkey* - % Total de Ativos
- Figura 27 – Passivos do *Central Bank of the Republic of Turkey* - Milhares de Liras Turcas
- Figura 28 – Passivos do *Central Bank of the Republic of Turkey* - % Total de Passivos

## Lista de Abreviaturas e Siglas

Bacen / BCB	Banco Central do Brasil
BC	Banco Central / Bancos Centrais
BoC	<i>Bank of Canada</i>
Bps	<i>Basis points</i>
CBC	<i>Central Bank of Chile (Banco Central de Chile)</i>
ECB	<i>European Central Bank</i>
ETF	<i>Exchange Traded Fund</i>
Fed	<i>Federal Reserve</i>
FMI	Fundo Monetário de Investimento
FCL	<i>Flexible Credit Line</i>
MBS	<i>Mortgage-backed securities</i>
OMT	<i>Outright Monetary Transactions</i>
PEC	Proposta de Emenda à Constituição
PIB	Produto Interno Bruto
APP	<i>Asset Purchase Programme</i>
PEPP	<i>Pandemic Emergency Purchase Programme</i>
QE	<i>Quantitative Easing</i>
RBA	<i>Reserve Bank of Australia</i>
<i>Repo</i>	acordo/contrato de recompra
TCMB	<i>Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasi / Central Bank of the Republic of Turkey</i>
TLTRO	<i>Targeted Longer-Term Refinancing Operations</i>
TFF	<i>Term Funding Facility</i>
VLTRO	<i>Very long-term refinancing operations</i>

## Sumário

<b>1. INTRODUÇÃO</b>	<b>6</b>
<b>2 ANÁLISE DA COMPOSIÇÃO DOS BALANÇOS DOS BANCOS CENTRAIS</b>	<b>8</b>
2.1 Brasil	8
2.2 Chile	12
2.3 Austrália	16
2.4 Estados Unidos	20
2.5 Canadá	23
2.6 Zona do Euro	27
2.7 Turquia	31
<b>3 COMPARAÇÕES</b>	<b>36</b>
3.1 Ativo Externo	36
3.2 <i>Quantitative Easing</i>	37
3.3 Títulos Imobiliários	38
3.4 Ativos Privados	38
3.4 Ativos Privados	40
<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS</b>	<b>41</b>
<b>REFERÊNCIAS</b>	<b>42</b>
<b>APÊNDICE</b>	<b>45</b>
APÊNDICE A – Balanço do Banco Central do Brasil - Milhões de Reais	45
APÊNDICE B – Balanço do <i>Banco Central de Chile</i> - Bilhões de Pesos Chilenos	46
APÊNDICE C – Balanço do <i>Reserve Bank of Australia</i> - Milhões de Dólares Australianos	46
APÊNDICE D – Balanço do <i>Federal Reserve</i> - Milhões de Reais	47
APÊNDICE E – Balanço do <i>Bank of Canada</i> - Milhões de Dólares Canadenses	47

APÊNDICE F – Balanço do *European Central Bank* - Milhões de Euros 48

APÊNDICE G – Balanço do *Central Bank of the Republic of Turkey* - Milhares de Liras Turcas

48

# 1 INTRODUÇÃO

Com a crise financeira de 2008, muitos países desenvolvidos viram seus índices de preços chegando a níveis muito abaixo de suas metas e grandes perdas no mercado de trabalho. Além disso, os bancos centrais da maioria dos países desenvolvidos atingiram suas *effective lower bound* (limite nominal inferior para manter as taxas de juros), quando os juros nominais caíram para zero, fazendo com que encontrassem novas formas de estimular a economia via política monetária. Nesse contexto, começaram a se espalhar pelo mundo novos instrumentos de política monetária que tinham como objetivo prover liquidez e acelerar a recuperação da forte crise que afeta as principais economias mundiais. Dentre esses instrumentos, destaca-se o *Quantitative Easing* (QE).

O *Quantitative Easing* é a aquisição de títulos públicos ou privados em mercados secundários, visando prover liquidez para economia em uma tentativa de reduzir os custos de empréstimos de longo prazo. Esse instrumento não convencional atua reduzindo a taxa de juros de longo prazo, o que tende a estimular o consumo e o investimento. De forma geral, o consenso é de que o QE tem impacto sobre as condições financeiras e que apoia o crescimento da economia (BANK OF ENGLAND, s.d.).

Conforme já mencionado, essa política se mostrou eficiente na ajuda ao combate a crise financeira de 2008, apesar de muitos considerarem que ela deveria ter sido aplicada em maior magnitude para evitar que as economias permanecessem por tanto tempo em recessão. Por conta disso, com o início da pandemia do COVID-19, os bancos centrais de todo mundo, com ainda pouca informação sobre como aquela crise iria se instalar, se anteciparam e tomaram diversas medidas drásticas para estimular suas economias. Já sabendo da eficácia das políticas não convencionais, elas foram tomadas com muito menos respaldo e de forma muito mais intensa e disseminada.

Tendo em vista que o forte impacto da pandemia ocorreu na maioria dos países, vimos as políticas monetárias se tornando mais frouxas em quase todo o mundo, inclusive nas economias emergentes. De forma geral, nesses países o espaço para política monetária convencional é maior, dado o nível mais elevado da taxa de juros antes da pandemia. Apesar disso, vimos diversos casos em que mesmo quando ainda havia espaço para a política tradicional, optou-se por adotar políticas não convencionais.

Depois de realizada uma análise mais geral dos impactos da política monetária adotada por diferentes países, esse trabalho terá um enfoque no estudo das divergentes composições dos

ativos dos Bancos Centrais pelo mundo e como isso impacta a economia. Como sabemos, desde a crise de 2008, diversos bancos centrais (BC) pelo mundo aumentaram o tamanho de seus ativos e diversificaram suas compras; como já foi mencionado acima, esse movimento foi extremado com a pandemia do COVID-19.<sup>1</sup>

Os balanços dos BC podem vir a ser compostos de títulos do governo, moeda estrangeira, empréstimos a bancos privados, títulos corporativos, títulos lastreados, ETF (fundos negociados em bolsa), fundos de investimento imobiliário, ações de empresas, entre outros. Os dirigentes optam por diferentes composições de seus balanços, pois as economias divergem em vários aspectos e, por conta disso, precisam de diferentes estímulos; consequentemente, é esperado que o resultado das políticas divirja, atingindo diferentes setores da economia em diferentes magnitudes. Logo, o objetivo dessa Monografia é averiguar esse ponto para que se possa entender as estratégias dos principais BC pelo mundo e sua eficiência.

A escolha do tema do presente trabalho de conclusão de curso se deve ao fato de que recentemente foi observado um grande aumento da utilização de políticas monetárias não convencionais por parte de muitos bancos centrais ao redor do mundo. Ademais, essas instituições têm inovado cada vez mais no tipo de ativo que tem adquirido e é de suma importância entender se faz sentido ou não ir além do QE mais tradicional em que os BC compravam títulos do governo.

Sabendo disso, o objetivo desta monografia é em um primeiro momento entender o porquê das diferentes composições para que, em seguida, se analise qual foi a consequência dessas diferenças.

Essa análise apresenta ser de suma importância para que fique mais claro em que momentos a diversificação é adequada e quando ela pode ter efeitos não tão positivos quanto os pretendidos pelo banqueiro central.

---

<sup>1</sup> Esse movimento de expansão dos ativos pode ser visto no dashboard encontrado em: <https://www.bis.org/publ/work934.htm>.

## 2 ANÁLISE DA COMPOSIÇÃO DOS BALANÇOS DOS BANCOS CENTRAIS

Neste capítulo, pretende-se entender como são compostos os balanços dos bancos centrais de diversos países: Brasil, Chile, Austrália, Estados Unidos, Canadá, Zona do Euro e Turquia.

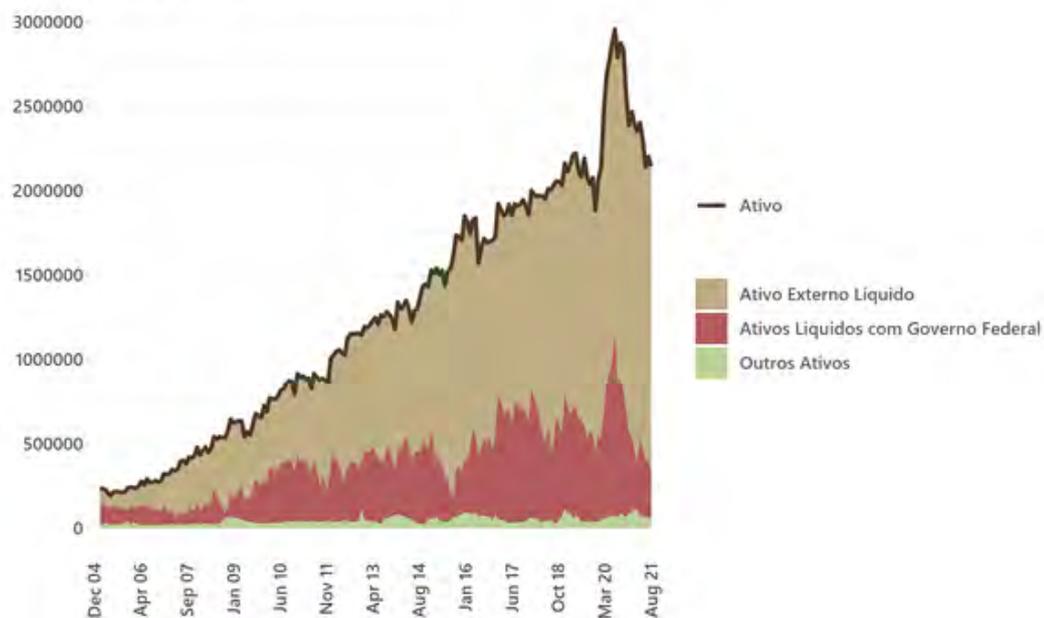
O objetivo da política monetária é achar formas de atenuar os ciclos econômicos, logo nos momentos em que há indícios de que se passará por um período de recessão, os bancos centrais devem afrouxar a política monetária visando aumentar a liquidez e estimular a economia. Há uma década, para se fazer tal movimento, de forma geral, utilizava-se apenas um instrumento: a taxa básica de juros. Mas como essa taxa já atingiu a *zero lower bound* (juros negativos) em diversos países, é preciso achar novas maneiras de estimular a economia e nesse momento é preciso que os bancos centrais dos países encontrem a forma mais eficaz de agir para estimular ao máximo a atividade. Para tanto, muitas autoridades monetárias optaram por expandir seus ativos e o objetivo desse capítulo é averiguar a composição do balanço dos países selecionados e entender o porquê da escolha desses ativos.

### 2.1 Brasil

Inicialmente, será analisado o caso brasileiro. No início da pandemia foi aprovado na Proposta de Emenda à Constituição (PEC) do Orçamento de guerra que o *quantitative easing* fosse utilizado pelo Banco Central do Brasil (BCB / Bacen) permitindo que se comprasse e vendesse títulos do Tesouro Nacional, direitos creditórios e títulos de crédito privado em mercados secundários. No entanto, o Bacen optou por não utilizar de tal instrumento. A explicação para isso é que quando a pandemia começou a se espalhar de forma mais intensa pelo mundo, o Brasil tinha uma taxa de juros de 4,25%, bem mais elevada que a similar dos países desenvolvidos e de alguns de seus pares; logo havia espaço remanescente para se estimular a economia via política monetária convencional. Ademais, alguns estudos feitos pelo BCB, na época, mostravam que mudanças no mercado de crédito e capitais aumentaram a potência da política monetária, permitindo que alterações na taxa básica tivessem impactos maiores na economia (CAMPOS NETO, 2020).

Embora, no Brasil, não tenha sido realizado o QE, foi observada uma grande expansão na aquisição de ativos por parte do Banco Central como é perceptível no gráfico abaixo (Figura 1).

Figura 1 – Ativos do Banco Central do Brasil – Milhões de Reais



Fonte: BACEN, 2021.

No caso brasileiro, é perceptível que grande parte dos ativos do Banco Central é composta pelo ativo externo líquido. As reservas internacionais são todos os ativos em moeda estrangeira adquiridos pelo BCB e servem como um seguro para as obrigações internacionais, ou seja, para financiamento do déficit de transação corrente, além de um amortecedor de choques externos, como crises cambiais ou interrupções no fluxo de capital para o Brasil, entre outros.

Entre as décadas de 1970 e 1990 o Brasil sofreu diversas vezes com problemas de dívida externa muito elevada e reservas baixas, por conta disso, o país chegou a ter que dar default na dívida duas vezes (FGV, 2009).

Ademais, nos anos 2000, o Brasil precisou captar recursos com o FMI, para conseguir controlar a forte desvalorização cambial que ocorrera naquele momento. A partir de então, com o *boom* das *commodities*, foi possível que muitos países emergentes acumulassem reservas internacionais e, assim, conseguissem uma maior estabilidade. O Banco Central do Brasil utilizou da oportunidade para começar a acumular um nível maior de reservas e, atualmente, é um dos países que possui maior nível de reservas internacionais do mundo (WEISS; SAMPAIO, 2020).

O Bacen defende que não há uma meta para o nível da taxa de câmbio, desde que essa não desestabilize a economia; seu objetivo é reduzir a volatilidade dessa variável e, assim, evitar disfuncionalidades do mercado. As reservas, mesmo que não utilizadas para prover liquidez a

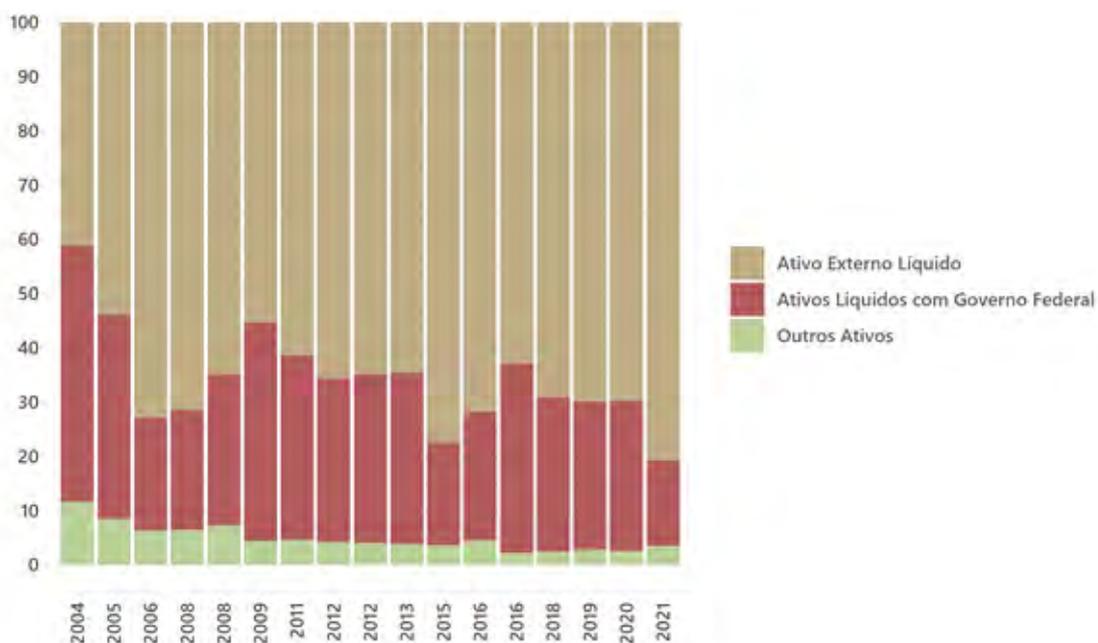
todo momento, servem como um indício de que não haverá depreciações abruptas, o que traz confiança para os agentes econômicos, pois, nesse caso, haveria uma intervenção. Além de que as reservas permitem a realização de operações que não geram sua redução, mas impactam o câmbio, como os *swaps* cambiais (MATTA, 2003).

Vale destacar que o Real é uma moeda relativamente recente que não é usada como reserva internacional e por conta disso precisa de uma âncora. Além de que o Brasil é um país exportador de *commodities* e, em momentos de crises mundiais pode sofrer com fortes contrações no fluxo financeiro. Esse movimento poderia trazer dificuldades para financiar os déficits em transação corrente. Esses são alguns dos motivos pelos quais o Bacen mantém as reservas tão elevadas, mesmo que isso configure um custo.

Durante a pandemia, foi observada uma inicial queda no valor das reservas internacionais, porque o BCB as utilizou para intervir no mercado à vista de dólar em um momento de grande volatilidade. Entretanto, em seguida, essa queda foi compensada pelo rendimento das aplicações das reservas e pelos consecutivos superávits em transações correntes que geraram uma maior acumulação de ativos em moeda estrangeira ao longo do ano (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021).

Apesar da elevação dos ativos em moeda estrangeira adquiridos pelo Bacen, como pode-se ver no gráfico abaixo (Figura 2), seu valor percentual foi mantido em relação ao total de ativos.

Figura 2 – Ativos do Banco Central do Brasil – % Total de Ativos



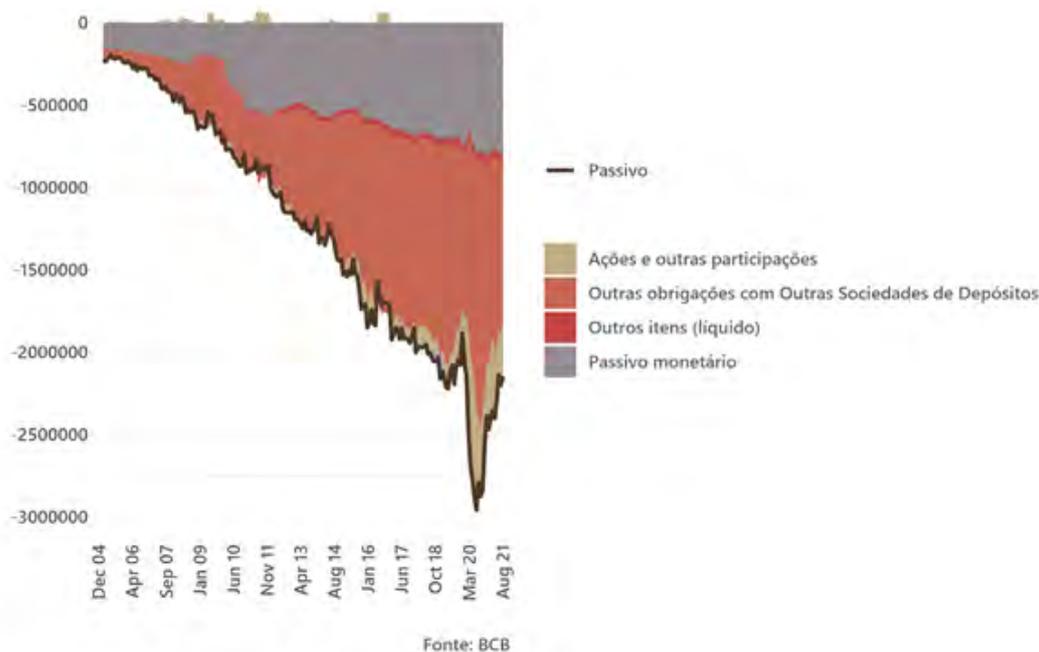
Fonte: BACEN, 2021.

A razão para isso é que também houve uma elevação nos ativos líquidos com o governo federal. O Bacen realiza as ofertas públicas para a venda ou compra de títulos da dívida pública para controlar a oferta de moeda e, conseqüentemente, a taxa de juros.

Com o início da pandemia do COVID-19 e instauração da crise na economia brasileira, o Banco Central do Brasil atuou comprando títulos públicos com o objetivo de tornar a política monetária mais expansionista via aumento da liquidez na economia. Com esse movimento foi observada uma elevação na quantidade de ativos com o governo federal no balanço do Bacen.

Nesse momento em que houve uma expansão dos ativos do BCB, foi necessário que houvesse, também, uma expansão nos passivos do banco. Ao observar o gráfico abaixo (Figura 3), vemos que uma parte muito relevante dos passivos referem-se às obrigações com os bancos. Entre essas obrigações destacam-se os recolhimentos compulsórios. Diferentemente de outras economias, o sistema bancário brasileiro é construído de maneira a garantir a solvência dos bancos em momentos de crise, mesmo que isso impossibilite que os bancos fiquem muito alavancados, o que leva a uma redução de seu lucro. Por outro lado, esses recolhimentos servem como um colchão de liquidez que, em momentos de crise, permite o Bacen injetar uma grande quantidade de liquidez no sistema financeiro. Isso ocorre na economia brasileira porque durante muitos anos o Brasil sofreu com crises bancárias, e coube ao Banco Central encontrar formas de minimizar os riscos de insolvência dos bancos.

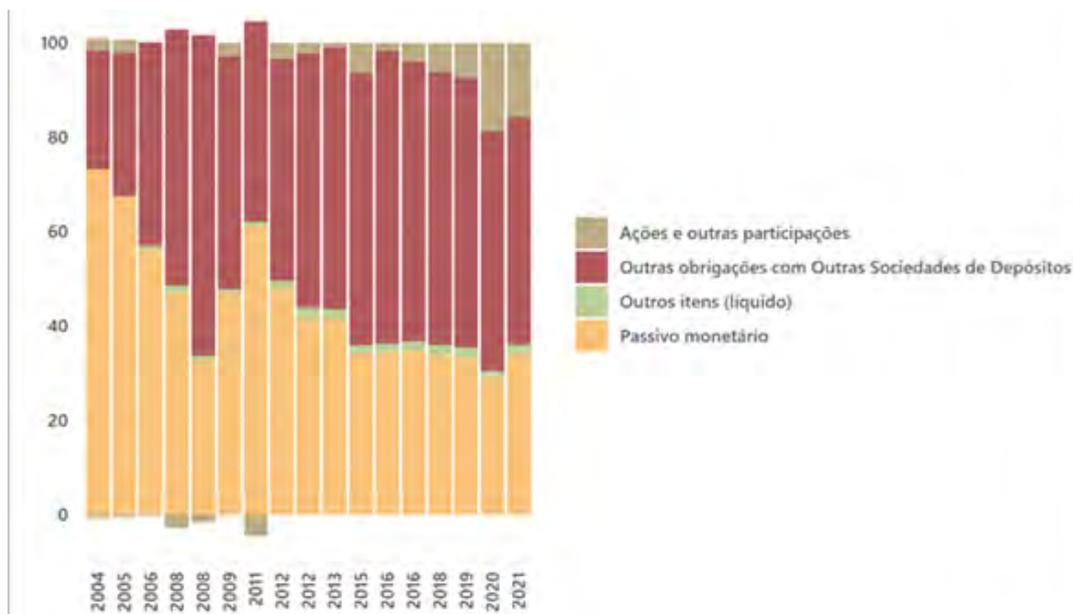
Figura 3 – Passivos do Banco Central do Brasil – Milhões de Reais



Fonte: BACEN, 2021.

Ao verificar o gráfico referente aos passivos em percentual do total do Bacen (Figura 4), percebe-se que os passivos monetários, como os depósitos à vista e a moeda em circulação representam, cada vez mais, uma menor parte do balanço. Isso porque nos últimos anos houve uma expansão superior das obrigações com os bancos comerciais e da parte do passivo referente às ações e outras participações.

Figura 4 – Passivos do Banco Central do Brasil – % Total de Passivos



Fonte: BACEN, 2021.

### 3.4 Chile

Depois da análise do caso brasileiro, será estudado o caso do *Banco Central de Chile* (*Central Bank of Chile* - CBC). Assim como foi explicado no exemplo anterior, a economia chilena também configura um mercado emergente que possui problemas semelhantes aos brasileiros. O Peso Chileno não é uma moeda de reserva internacional, e sofre em momentos de recessão e aumento das percepções de risco com a saída elevada de capitais. Ademais o Chile, como uma economia exportadora de *commodities*, principalmente cobre, está sujeito a oscilações nos preços internacionais do metal que podem gerar problemas no fluxo de capitais para o país. Apesar disso, diferentemente do caso brasileiro, o Chile não chegou a realizar *default* de dívida externa em sua história; por isso e outros motivos, o CBC não acumulou tantas reservas internacionais quanto os vizinhos latino-americanos (IMF, 2021a).

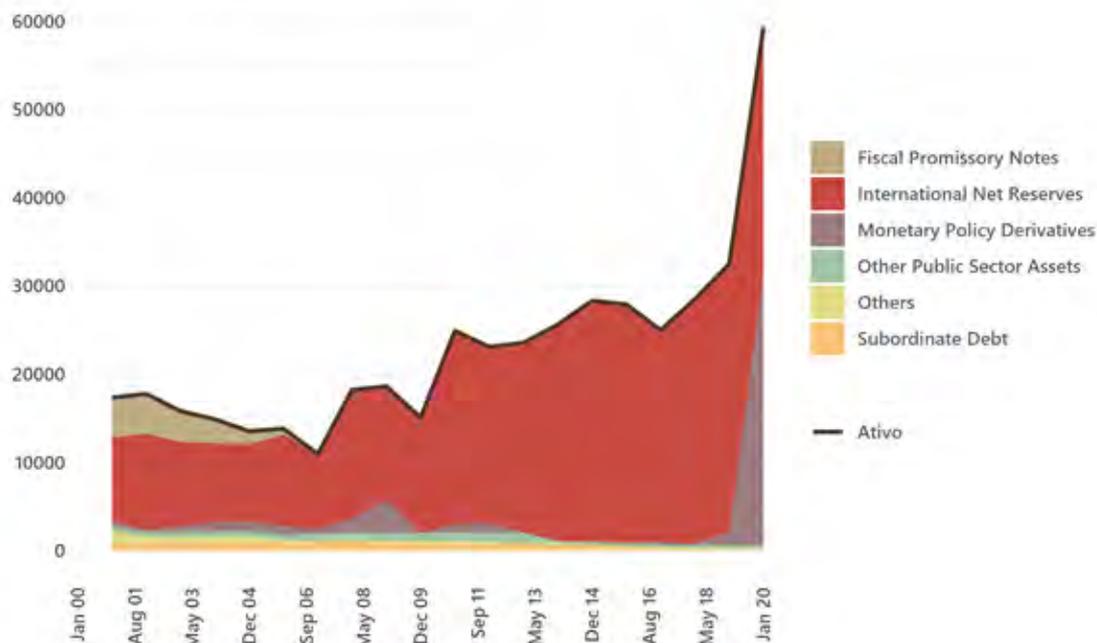
Ainda que nos últimos anos, tenha sido observado um relevante aumento nas reservas internacionais do Chile, não foi o bastante para o banco central enfrentar a crise que se instalou

no país no início de 2020. Para enfrentar os efeitos negativos da pandemia sobre a economia, o *Banco Central de Chile* solicitou ao FMI uma linha de crédito flexível (FCL) de mais de 20 bilhões de dólares em dois anos. Por conta desses fatores, as autoridades monetárias criaram um programa de acumulação de reservas internacionais que tem como principal objetivo preparar a economia local para sair do acordo FCL em maio de 2022. Além disso, essa expansão também visa dar à economia chilena uma maior estabilidade financeira, para que o país consiga enfrentar futuras crises sem a necessidade da intervenção de instituições internacionais (CBC, 2021).

Quando a pandemia começou a se espalhar de forma mais incisiva pelo mundo, a economia do Chile ainda se recuperava dos distúrbios sociais que ocorreram em outubro de 2019 e tiveram impactos em diversos setores da sociedade. Logo, nesse momento, a taxa de juros daquele país latino-americano já se encontrava em patamares historicamente baixos, 1,75%, pois o CBC já vinha tentando estimular a economia, havendo, no entanto, pouco espaço para cortes adicionais.

Em sua primeira reunião de março de 2020 e em uma reunião extraordinária ocorrida logo em seguida, a taxa já foi reduzida a 0,5%, patamar considerado o mínimo técnico pelos dirigentes do BC. Apesar do nível estimulativo da taxa de juros, o banco central local concluiu que a economia precisava, naquele momento, de um impulso monetário ainda mais intenso e optou por realizar *quantitative easing*, comprando 16 bilhões de dólares em ativos ao longo do ano. Ademais, o CBC também realizou um programa de empréstimos para pequenas e médias empresas; ambos os programas totalizam 10% do PIB chileno (OECD, 2021).

Figura 5 – Ativos do *Banco Central de Chile* – Bilhões de Pesos Chilenos

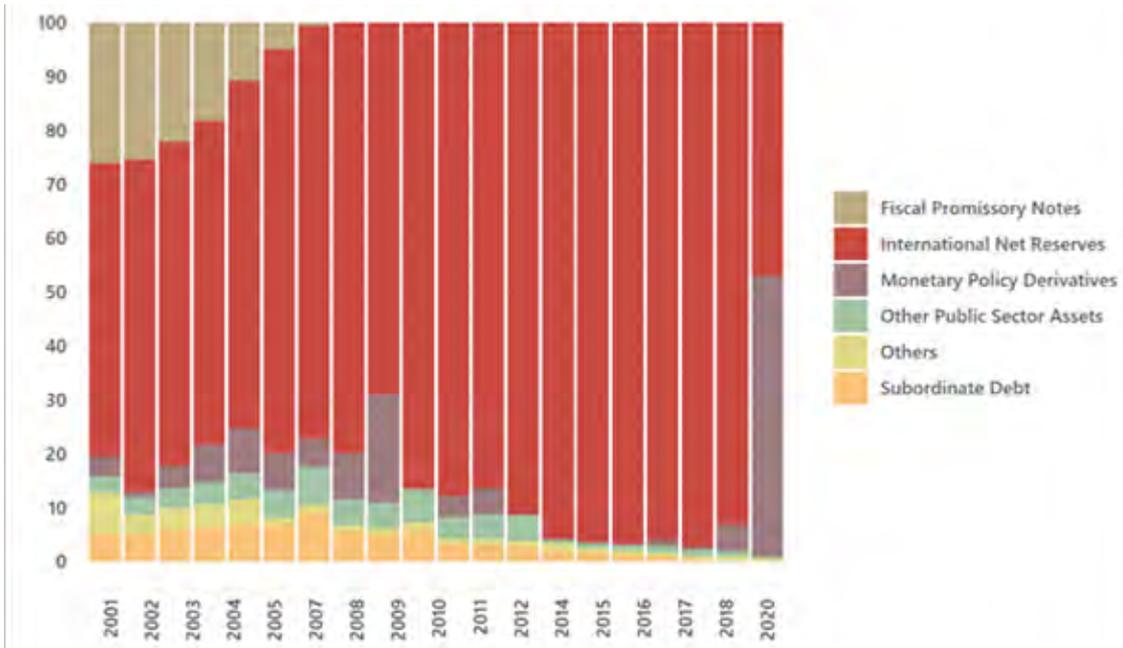


Fonte: CBC, 2021.

A partir dessas constatações, podemos analisar o gráfico acima (Figura 5). Com a disseminação da crise, foi observada uma forte expansão dos ativos do *Banco Central de Chile*, e o movimento foi puxado por um grande crescimento nos derivativos de política monetária, que são os instrumentos utilizados pelo banco para realizar o QE, além de uma elevação da quantidade de reservas internacionais, que tem como objetivo tornar a economia mais resiliente a crises e permitir a saída do programa de crédito FMI.

Ao observar o gráfico percentual dos ativos chilenos (Figura 6), é perceptível uma clara mudança na composição do balanço daquele banco central. Apesar do aumento real das reservas internacionais, o CBC inovou ao realizar compra de ativos que não eram realizadas anteriormente em valores bastante elevados, considerando o tamanho da economia, e esses passaram a ter uma importância substancial nos ativos totais.

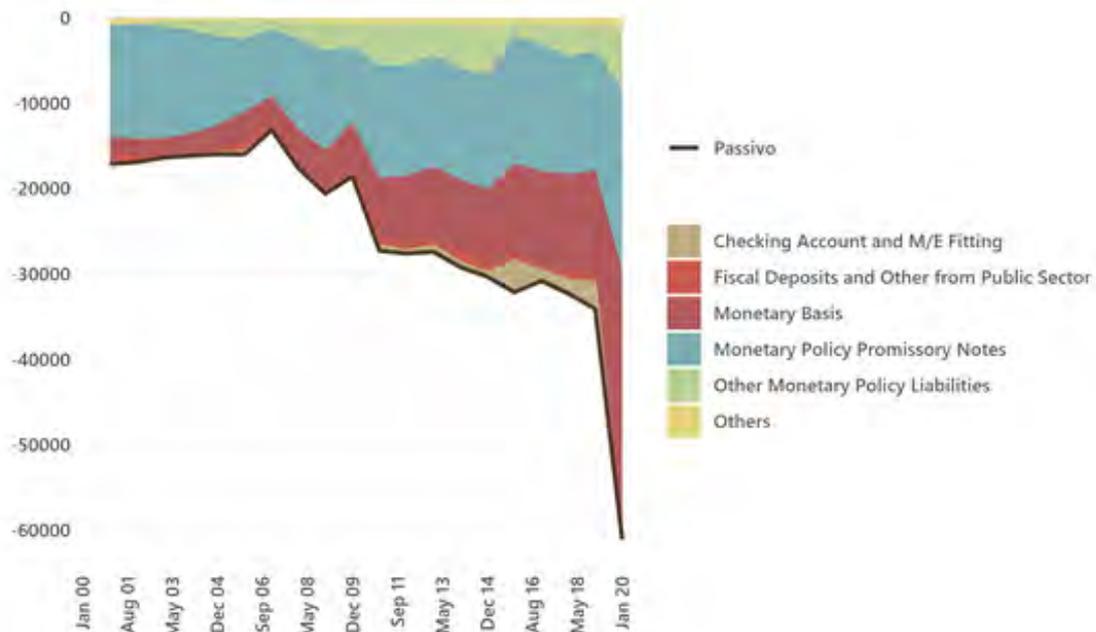
Figura 6 – Ativos do *Banco Central de Chile* – % Total de Ativos



Fonte: CBC, 2021.

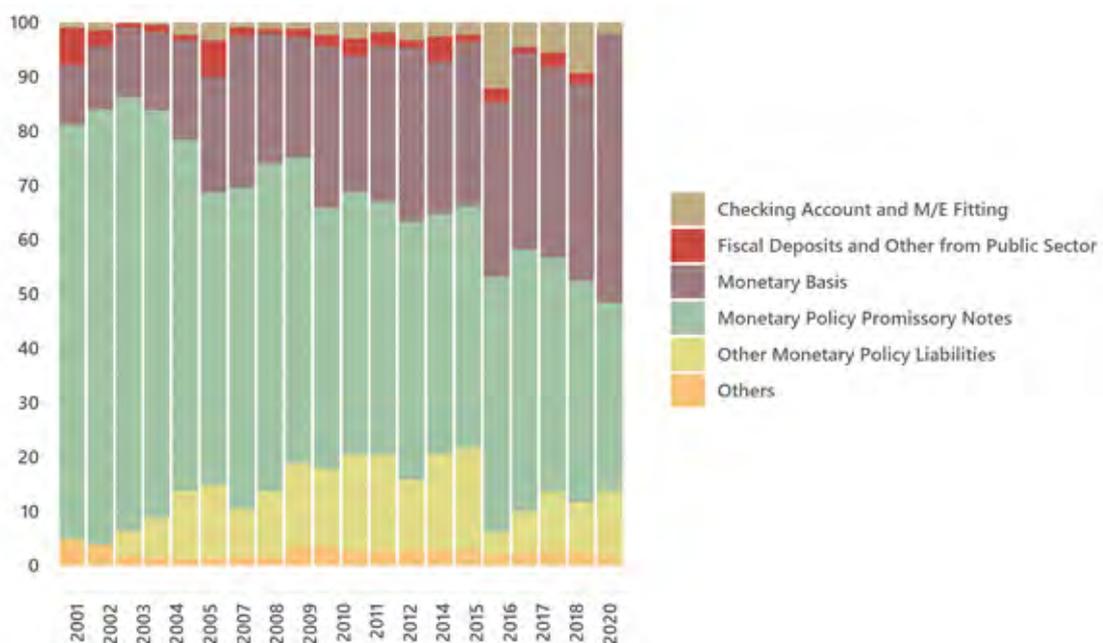
No caso dos passivos do banco (Figuras 7 e 8), foi observada uma forte aceleração em sua magnitude para acompanhar a expansão dos ativos, entretanto sua composição manteve-se estável.

Figura 7 – Passivos do *Banco Central de Chile* – Bilhões de Pesos Chilenos



Fonte: CBC, 2021.

Figura 8 – Passivos do Banco Central de Chile – % Total de Passivos



Fonte: CBC, 2021.

### 3.4 Austrália

A Austrália, apesar de ser um país desenvolvido, assim como o Brasil e o Chile tem sua pauta de exportações muito centralizada nas *commodities*, é um dos maiores vendedores mundiais de minerais metálicos, como o minério de ferro, carvão, entre outros combustíveis minerais. Por conta desse fator, o país está sujeito aos ciclos desses ativos e para evitar problemas em seu fluxo cambial, caso passe por períodos prolongados de déficit em conta corrente, faz sentido manter um nível razoavelmente elevado de reservas internacionais (IMF, 2020).

Apesar disso, diferentemente dos países emergentes, a moeda australiana é mais resiliente a momentos de grande incerteza global. Isso porque possui mais estabilidade fiscal, além de ser uma economia muito mais estável, que possui a inflação controlada há muitos anos e não passava por uma recessão desde a década de 1990. Considerando esses fatores, as reservas internacionais nesse caso não têm um papel tão primordial em elevar a confiança dos investidores do país, porque essa já é elevada pela conjuntura muito resiliente do país.

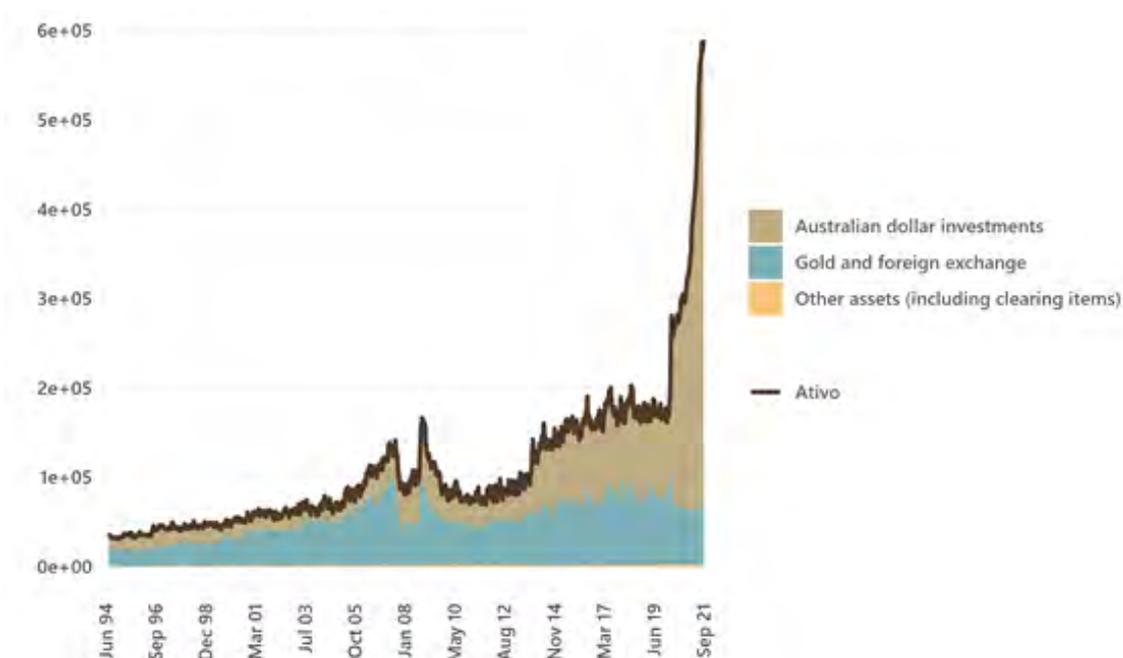
O *Reserve Bank of Australia* (RBA) como resposta ao choque da Covid-19 reduziu sua taxa de juros a 0,25% em março de 2020 e para 0,10% em novembro do mesmo ano. Entretanto, o país já havia realizado medidas não convencionais à crise financeira de 2008 e já vinha expandindo seu balanço desde 2018, quando o país passou por uma desaceleração em seu

mercado de *housing*. Com a crise do COVID-19, o RBA intensificou tal política a níveis extremamente elevados, como é visível no gráfico abaixo (Figura 9) (RBA, 2021).

Entre os investimentos mencionados no gráfico (Figura 9), o RBA optou por uma série de medidas para estimular a economia. Inicialmente, o RBA criou o *term funding facility* (TFF) em que as instituições autorizadas tiveram acesso a novos financiamentos por três anos a uma taxa de juros substancialmente abaixo de seus custos de financiamento. O objetivo desse programa é reduzir os custos de financiamento de todo o sistema bancário para reduzir o custo do crédito para famílias e empresas e fornecer um incentivo para os credores apoiarem o crédito. Essa medida foi tomada de forma imediata porque apesar da política monetária flexibilizada há alguns anos, o crescimento do crédito no país já estava moderado antes da pandemia por conta da incerteza sobre o investimento empresarial (decorrente da baixa no ciclo das *commodities* e da desaceleração do setor de *housing*).

Além disso, o BC do país também aumentou as operações de recompra no mercado de capitais australiano de títulos não apenas de bancos, mas de outras empresas que possuíssem certo grau de investimento com o objetivo de ajudar o bom funcionamento do mercado. Esses títulos privados compõem parte relevante dos ativos totais do banco (DOWLING; PRINTANT, 2021).

Figura 9 – Ativos do *Reserve Bank of Australia* – Milhões de Dólares Australianos

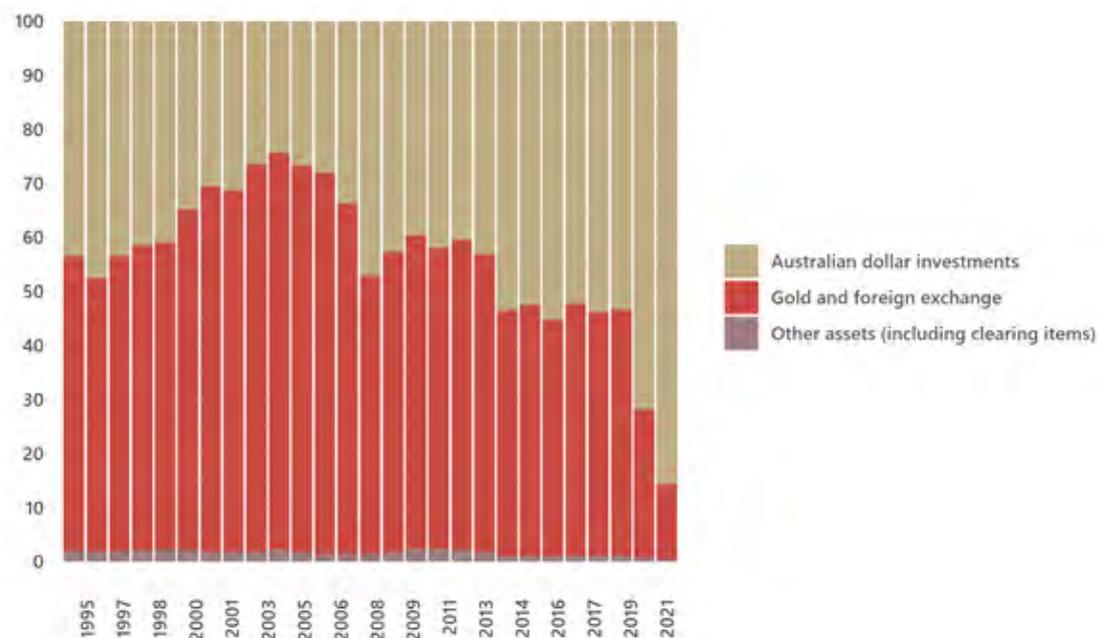


Fonte: RBA, 2021.

O banco central australiano também aumentou o ritmo de compra de títulos do governo geral e provincial no mercado secundário para apoiar o bom funcionamento. As compras desses títulos totalizam mais de 200 bilhões de dólares australianos e tem como objetivo apoiar a economia por meio dos mecanismos de transmissão da política monetária, incluindo custos de empréstimos mais baixos. O mercado de títulos do governo da Austrália é de extrema importância para o sistema financeiro local, porque servem como referência de precificação para muitos ativos financeiros. Ademais o governo australiano, antes da pandemia, já vinha realizando uma política fiscal expansionista com maiores investimentos em infraestrutura e reduções do imposto de renda. No início da crise, a Austrália possuía uma dívida governamental relativamente baixa, possibilitando que o país fornecesse uma das maiores respostas fiscais do mundo para apoiar sua economia. Para tal, o governo aumentou a emissão de títulos e o banco central do país atuou na compra desses ativos para dar o suporte necessário.

Quando analisamos a composição percentual dos ativos do país (Figura 10), percebemos que com a crise, apesar das reservas internacionais terem ficado basicamente estáveis em valor real, elas passarão a representar uma fração muito menor dos ativos do banco. Isso porque o RBA teve uma forte atuação na compra de ativos públicos e privados para estimular a economia.

Figura 10 – Ativos do *Reserve Bank of Australia* – % Total de Ativos

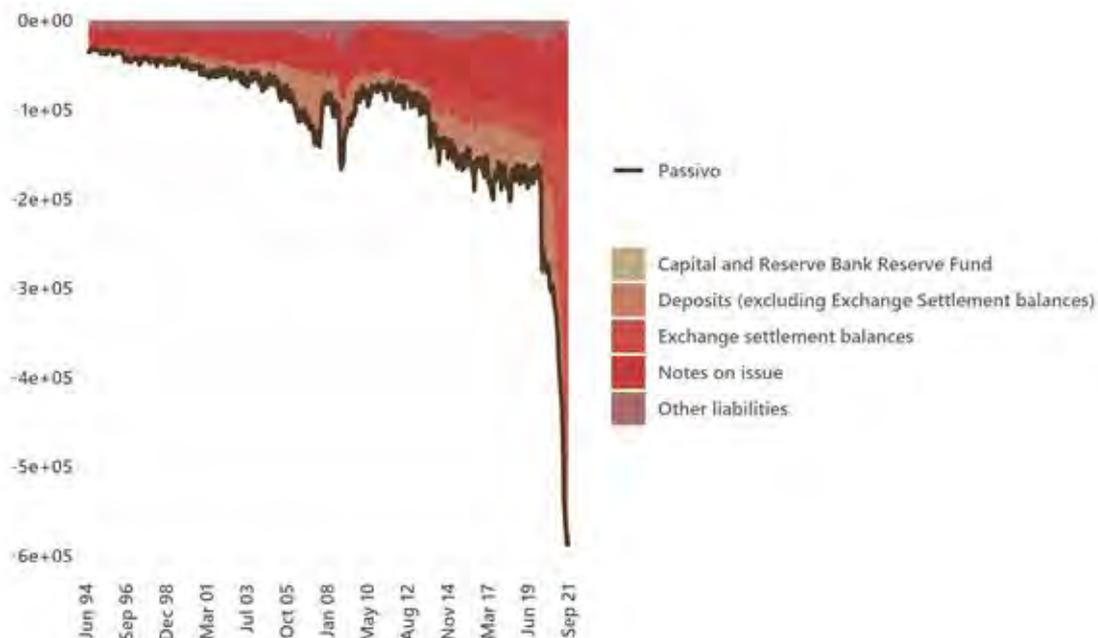


Fonte: RBA, 2021.

No caso dos passivos do Banco Central da Austrália (Figuras 11 e 12), diferentemente dos exemplos anteriores, percebe-se que houve uma clara mudança em sua composição. Com

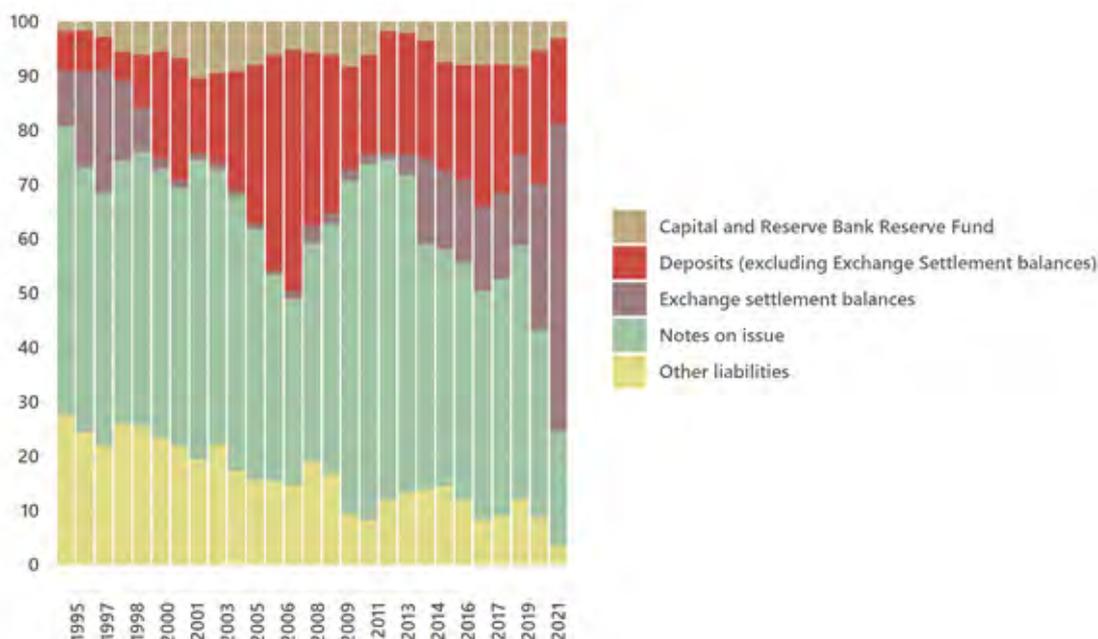
o início da crise do COVID-19 e a expansão da atuação do RBA na compra de ativos de diversos tipos, foi necessário um equivalente aumento em seus passivos, e o que puxou tal expansão foi o *Exchange Settlement Balance*. Isso porque ao realizar operações em mercado aberto, os ativos negociados pelo RBA são mantidos pelas instituições bancárias na *ES Balance* do banco central.

Figura 11 – Passivos do *Reserve Bank of Australia* – Milhões de Dólares Australianos



Fonte: RBA, 2021.

Figura 12 – Passivos do *Reserve Bank of Australia* – % Total de Passivos

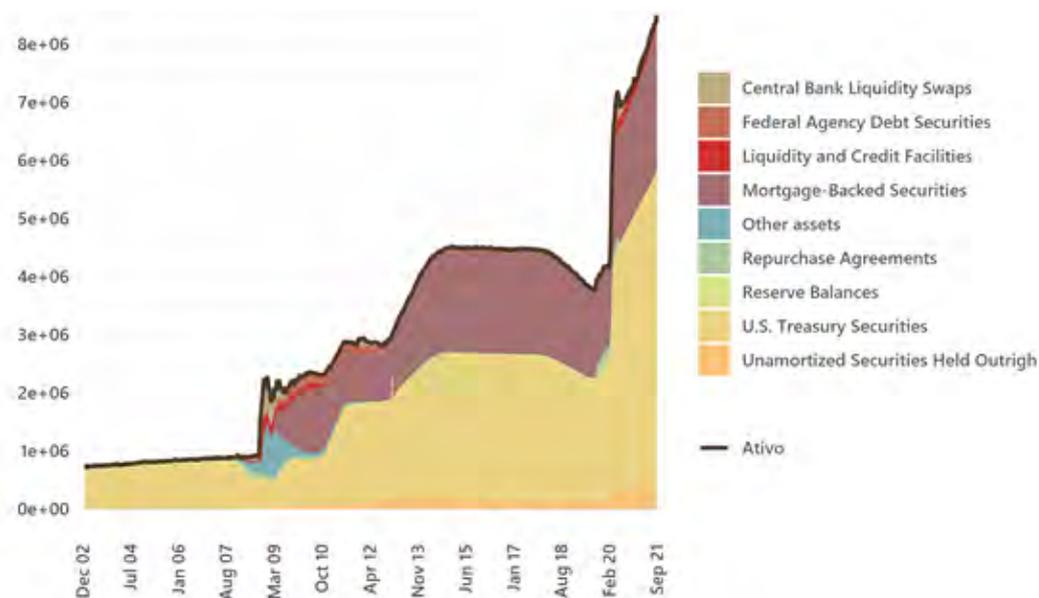


Fonte: RBA, 2021.

## 2.4 Estados Unidos

Ao analisar o balanço do *Federal Reserve* (Fed) (Figura 13), o Banco Central dos EUA, o primeiro fator que chama atenção em relação aos outros balanços é seu tamanho superior ao de qualquer outro país do mundo, ademais, é interessante notar a baixa relevância das reservas internacionais. A primeira explicação para isso é que as reservas possuem a função de pagamento de dívida externa, que, no geral, é feito em dólares. Como a impressão dessa moeda é feita pelo Fed, essa função se perde: não tem por que acumularem outras moedas para pagamento de dívidas, se o pagamento, na grande maioria das vezes, é realizado utilizando sua própria moeda. Além disso, pelo Dólar ser a principal moeda de reserva mundial, a demanda por ela é extremamente elevada, é um ativo de risco baixíssimo, logo o governo americano pode se financiar emitindo moeda ou dívida sem que isso cause problemas relevantes no câmbio.

Figura 13 – Ativos do *Federal Reserve* – Milhões de Reais



Fonte: Fed, 2021.

Antes da crise de 2008, o BC americano possuía em seus ativos basicamente apenas títulos do governo, como o *US Treasury Securities* e outros instrumentos de dívida. O objetivo convencional de deter esses papéis é o mesmo de qualquer outro banco central: compram títulos para aumentar ou diminuir a oferta de moeda e dessa forma controlar a taxa de juros na economia. Vale destacar, que quando o *Federal Reserve* começou a buscar formas de estimular a economia de formas alternas, uma das medidas adotadas passou a ser a compra desses mesmos títulos, mas no mercado secundário visando um maior controle sobre suas taxas. Para isso, o

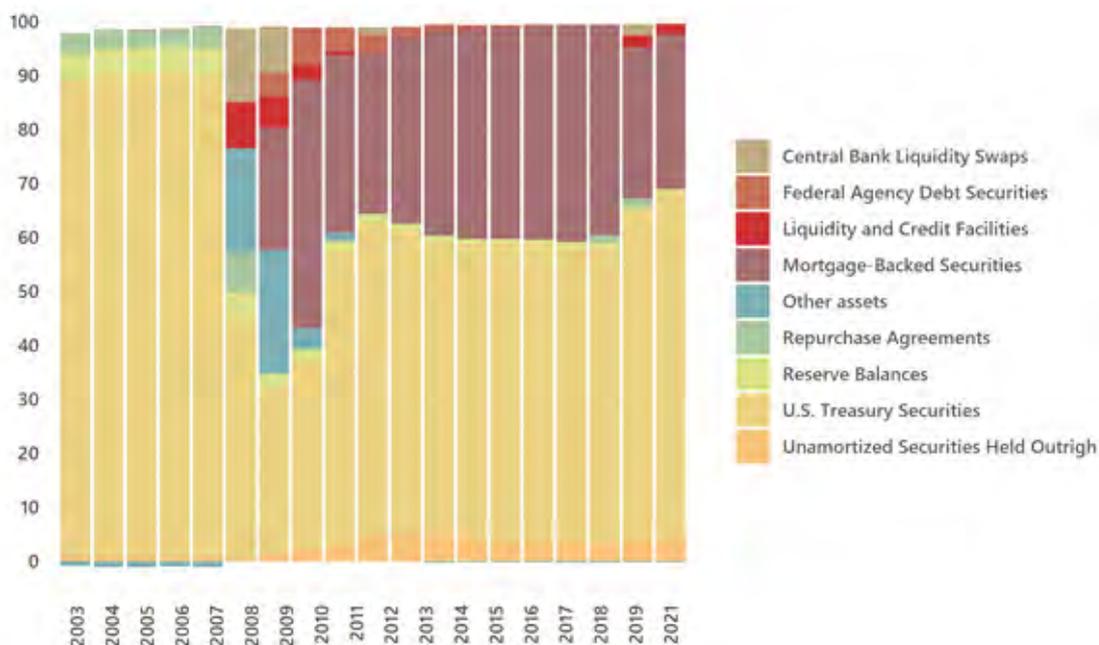
Fed passou a comprar títulos que possuem distintos vencimentos, pois é de interesse desse BC controlar não apenas a taxa curta, mas também as mais longas, que são de extrema importância para controlar os investimentos (RICH, 2013).

Com a instalação da crise financeira de 2008, percebe-se uma clara alteração na composição do balanço do Fed, quando os *US Treasury Securities* passaram a representar um percentual menor dos ativos do banco. Nessa nova composição do balanço do *Federal Reserve*, se destacam as *Mortgage-backed securities* (MBS), que são os títulos lastreados em hipotecas. A razão para isso é que o setor habitacional constitui uma grande parte do PIB norte-americano, além de ser um grande impulsionador para o resto da economia, logo como é de interesse do banco central estimular a atividade em momentos de recessão, faz sentido que o banco atue na compra desse tipo de título hipotecário, visando a redução das taxas de curto e longo prazo, além de garantir o bom funcionamento desse mercado. Vale ressaltar, que a crise financeira de 2008 foi desencadeada por problemas no setor de *housing* norte americano, e como esse era parte relevante dos investimentos dos americanos, os impactos sobre toda a economia foram extremamente elevados, logo, desde então, o *Federal Reserve* atua nesse mercado buscando seu bom funcionamento (CLARIDA; DUYGAN-BUMP; SCOTTI, 2021).

Ademais, com a crise financeira de 2008, os empréstimos também começaram a compor o balanço do principal BC do mundo. Como maneira de prover liquidez e apoio aos empregadores do país, o Fed começou atuar no mercado primário e secundário de títulos corporativos norte-americano. Com a pandemia, o Fed criou programas que davam a empresas do país acesso a crédito para que pudessem manter as operações durante o período de grande instabilidade econômica relacionado à pandemia.

Apesar da forte expansão dos ativos do BC norte-americano com a crise do COVID-19, percebe-se que desde 2011, a composição do balanço tem-se mantido bastante constante (Figura 14).

Figura 14 – Ativos do *Federal Reserve* – % Total de Ativos



Fonte: Fed, 2021.

Vale destacar, que diferentemente dos bancos centrais de países emergentes, os desenvolvidos têm uma maior facilidade para realizar esse tipo de movimento de expansão de seus ativos com títulos extremamente diversificados, pois possuem credibilidade muito elevada e as expectativas inflacionárias ancoradas.

Em 2008, quando diversos bancos centrais do mundo começaram a realizar *Quantitative Easing*, pairava a preocupação dos efeitos de longo prazo do aumento dos balanços dos Bancos Centrais. Entretanto, com o passar dos anos percebeu-se que aquelas políticas não tiveram impactos relevantes sobre a inflação desses países. Logo, na atual crise, foram feitas expansões em magnitudes muito maiores. Apesar da atual forte expansão do balanço do *Federal Reserve*, quando analisamos as expectativas de inflação de longo prazo, essas continuam ancoradas, a despeito dos choques temporários na inflação que vigoram nos Estados Unidos atualmente.

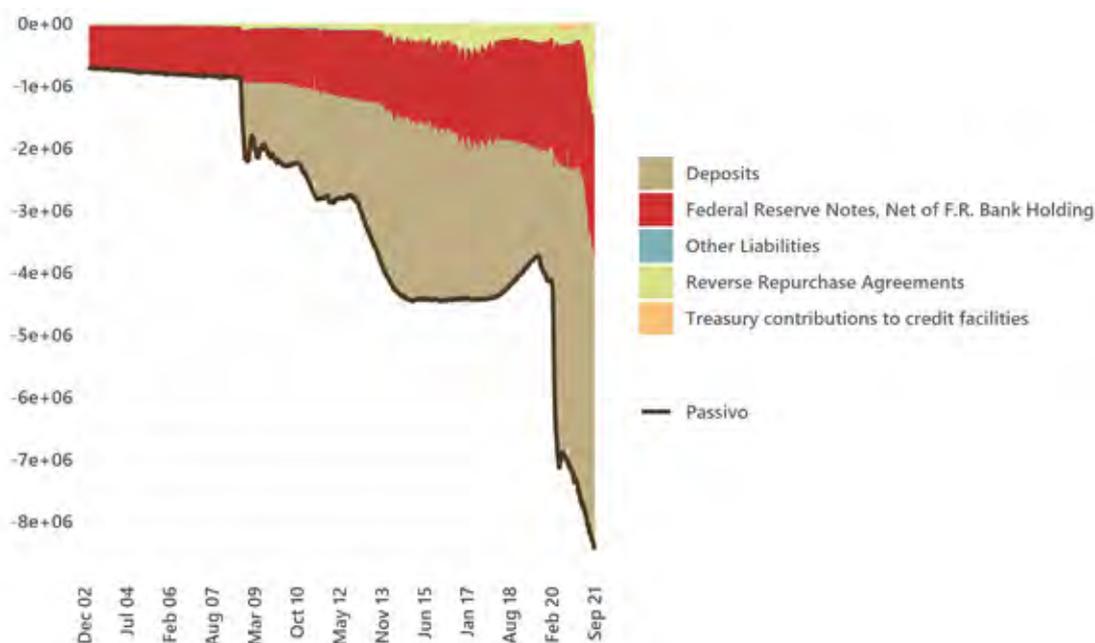
Depois de analisado o ativo do balanço do Federal Reserve, torna-se relevante entender o lado do passivo do BC norte americano. Os dois principais componentes do passivo são notas em circulação e os depósitos, que podem ser divididos entre a parte que é mantida no Fed pelos bancos e a parte do Tesouro.

A quantidade de dinheiro em circulação é determinada pela demanda do público, que inclui não residentes nos EUA, já que, mais da metade dos dólares americanos é mantida fora do país. Já os bancos são obrigados a depositar no Federal Reserve uma quantidade de reservas, que depende da quantidade de depósitos que seus clientes possuem. Além da parte compulsória,

os bancos também mantêm reservas excedentes, que, atualmente, representam a maioria das reservas bancárias.

O Federal Reserve financia a maior parte de seus empréstimos e compras de títulos por meio da criação de reservas bancárias. Como é perceptível (Figura 15), a quantidade de depósitos mantida pelo BC norte-americano aumentou drasticamente com a expansão do balanço patrimonial do Fed na crise de 2008, e continuou a crescer à medida que a autoridade monetária adquiriu novos ativos. A moeda em circulação e as reservas bancárias juntas são conhecidas como base monetária, à medida que as reservas aumentam, portanto, a base monetária também cresce. No entanto, como os bancos relutam em emprestar em circunstâncias de crise econômica, o crescimento de outras medidas de moeda não necessariamente é tão impactado quando comparado com o crescimento da base.

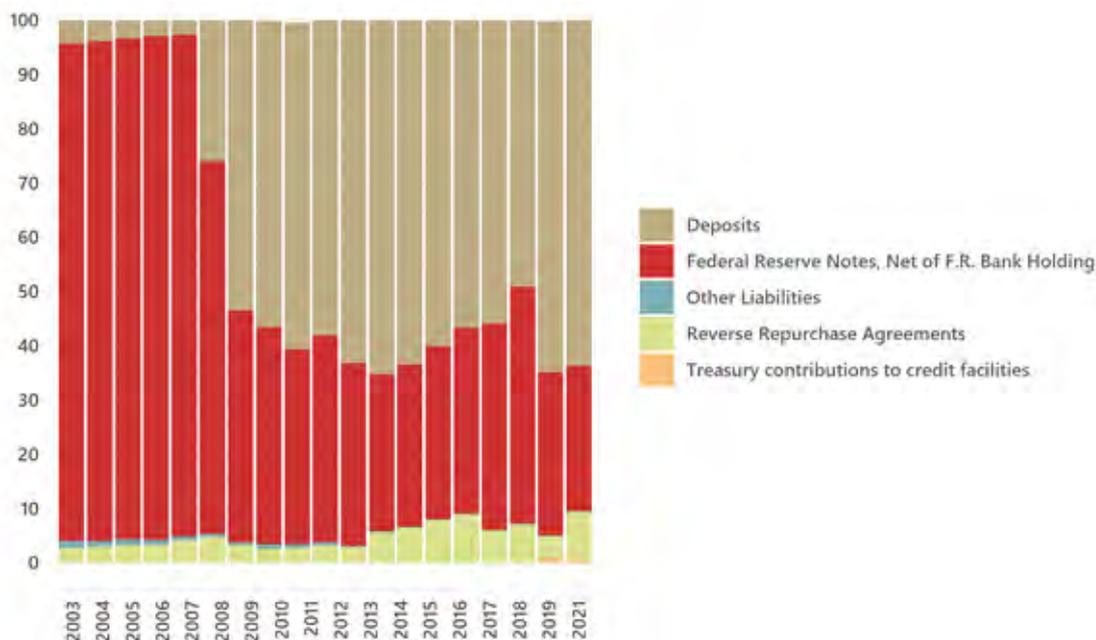
Figura 15 – Passivos do *Federal Reserve* – Milhões de Reais



Fonte: Fed, 2021.

Grandes aumentos nas reservas bancárias decorrentes de empréstimos do banco central ou compras de títulos são uma característica do quantitative easing, muito realizado pelo Fed a partir de 2008. Por conta disso, desde esse momento foi observada uma mudança na composição do passivo do Fed (Figura 16), em que os depósitos passaram a representar um percentual muito maior dessa conta.

Figura 16 – Passivos do *Federal Reserve* – % Total de Passivos



Fonte: Fed, 2021.

## 2.5 Canadá

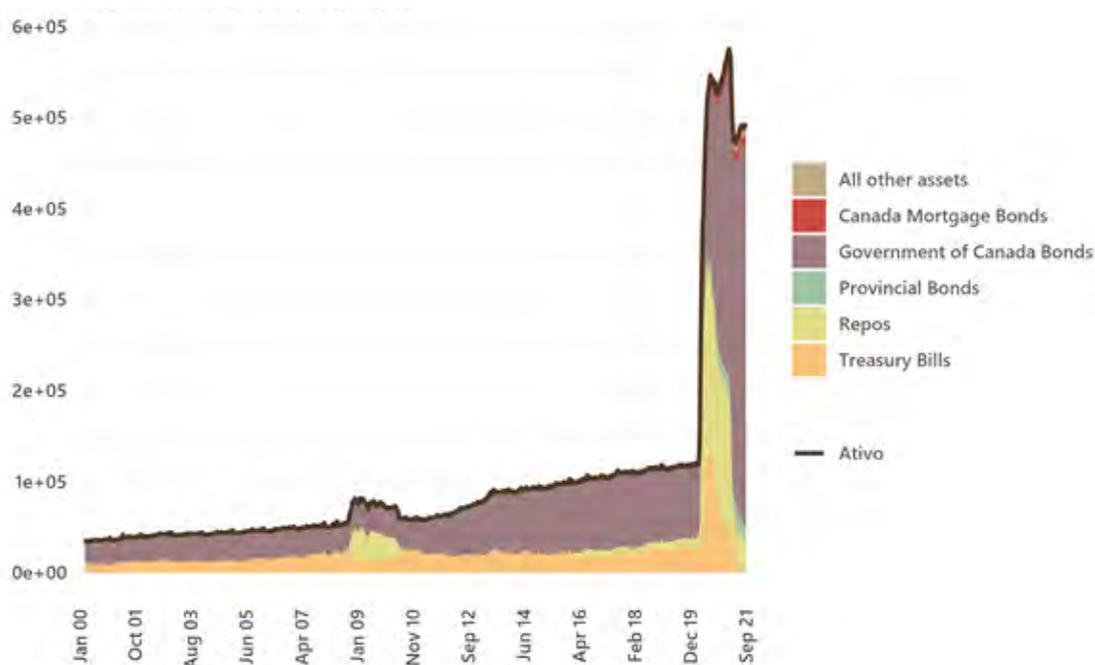
Antes da crise do COVID-19, a economia canadense estava próxima do nível de pleno emprego e o governo estava atuando com uma política fiscal expansionista com o objetivo de construir uma classe média forte, combater as mudanças climáticas e promover um crescimento inclusivo e sustentável. A pandemia fez com que as autoridades tomassem medidas de grandes magnitudes e bem coordenadas para mitigar o impacto econômico da crise. O governo federal canadense respondeu com um plano de resposta econômica muito amplo, ao mesmo tempo, o *Bank of Canada* (BoC, Banco Central do Canadá) cortou sua taxa de juros 175 *bps* para 0,25% e anunciou uma série de programas para apoiar a liquidez no sistema financeiro, incluindo a compra de títulos públicos e privados aumentando os ativos totais do BoC para 546 bilhões de dólares, representando uma das maiores expansões de balanço em relação ao PIB do mundo. (IMF, 2021b).

Em circunstâncias normais, o balanço do *Bank of Canada* é composto por títulos do governo do Canadá que servem para compensar a emissão de dinheiro e depósitos realizados por ele. Além de comprar títulos do governo, o banco também atua realizando acordos de recompra para administrar seu balanço patrimonial. Os títulos de dívida do governo canadense adquiridos pelo BoC são os *Treasury Bills* e os *Bonds*, tanto do governo central como os provinciais. Esses títulos são comprados pelo *Bank of Canada* no mercado primário ou secundário. O objetivo do BC canadense de realizar as compras no mercado secundário, ou seja,

realizar *quantitative easing*, é buscar controlar a curva de juros do país e, dessa forma, estimular a atividade. Vale ressaltar que BoC busca comprar dívida dos governos provinciais por conta da estrutura do governo do Canadá, cujas províncias têm participação ativa na implementação de diversas medidas, inclusive políticas, para combater o COVID-19 (BoC, 2021).

Ao analisar o gráfico abaixo (Figura 17), percebe-se que em momentos de crise, um instrumento muito utilizado pelo BC canadense são os *Repos*, contratos de recompra. Esse movimento faz parte do programa do banco para garantir a provisão de liquidez para instituições financeiras que conseguiu reduzir os prêmios de risco e os *spreads* de títulos do governo e corporativos fazendo com que esses se aproximassem aos níveis observados antes da pandemia. Ao realizar *Repos*, o BoC compra dos investidores títulos do governo com a garantia de que esses investidores irão recomprá-lo futuramente. Esses contratos são feitos para injetar quantias extraordinárias de liquidez no sistema financeiro e apoiar as condições de financiamento das instituições financeiras em tempos de estresse. Dessa forma, os *Repos* acabam servindo como uma espécie de empréstimo para as empresas dado pelo BoC. Durante a crise do COVID-19, para apoiar o bom funcionamento do mercado, o BC canadense expandiu o prazo das operações compromissadas, estendendo temporariamente a frequência, o tamanho, o prazo e os tipos de títulos elegíveis. Além disso, o banco também aumentou a lista de instituições qualificadas para acessar acordos de recompra por prazo, fazendo com que a liquidez provida pelo banco alcançasse mais empresas, inclusive as mais afetadas pela crise.

Figura 17 – Ativos do *Bank of Canada* - Milhões de Dólares Canadenses

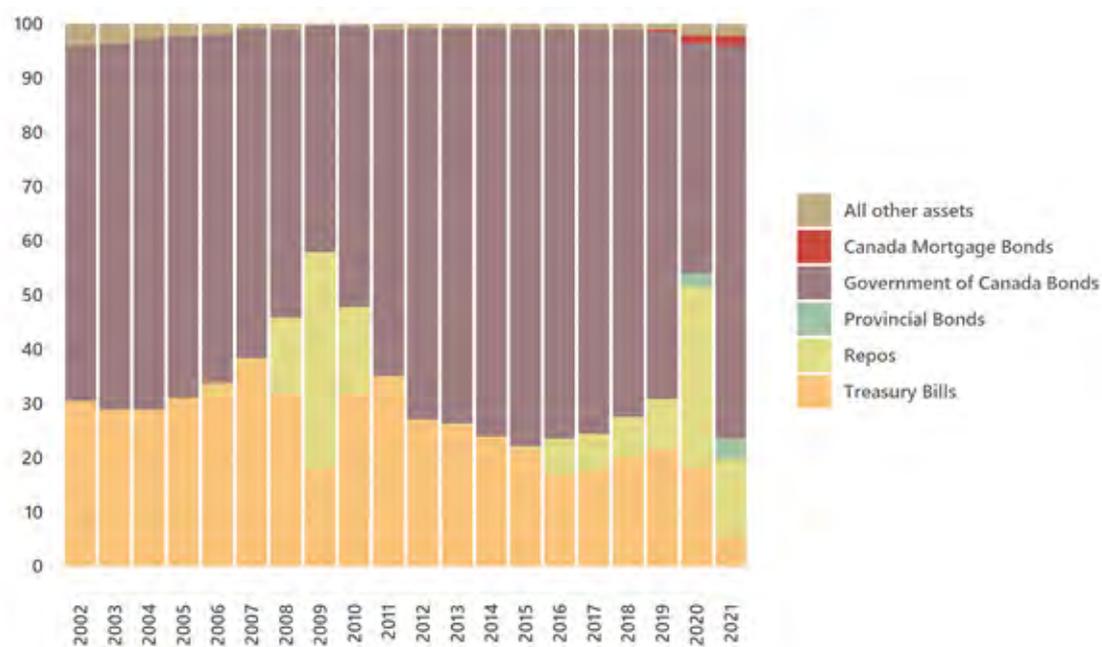


Fonte: BoC, 2021.

Assim como no caso dos Estados Unidos, os ativos do Canadá também são compostos por *Mortgage Bonds*, apesar de esses representarem um percentual muito menor do balanço do banco. A economia canadense se assemelha à americana em vários aspectos, inclusive na importância do setor mobiliário do país.

Antes da pandemia, já vinha-se observando um longo período de elevação nas taxas imobiliárias e, ao mesmo tempo, o setor passava por certa desaceleração. Por conta disso, com o início da crise do COVID-19 o banco central optou por comprar títulos hipotecários em mercado primário e secundário para evitar disfuncionalidades nesse mercado e reduzir as taxas de longo prazo incentivando esse tipo de investimento.

Figura 18 – Ativos do *Bank of Canada* – % Total de Ativos



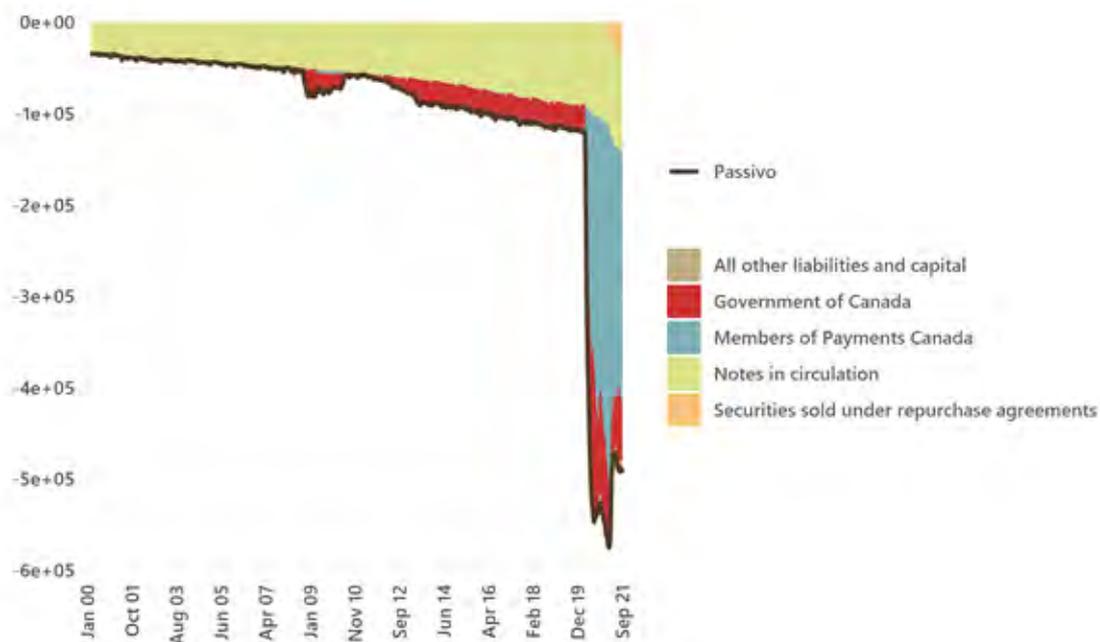
Fonte: BoC, 2021.

Ao analisar, o passivo do BoC (Figura 18), vemos que ele é composto tradicionalmente pela moeda em circulação, que até 2019 representava a maior parte dos passivos do banco. Ademais, os depósitos do governo canadense também representam parte relevante do balanço do banco. Esses depósitos, em momentos de normalidade, servem principalmente para fins de liquidez prudencial do governo, enquanto uma parte relativamente pequena atende às necessidades operacionais e de financiamento do governo.

O que mais chama atenção nos gráficos dos passivos do BoC (Figura 19) é a rápida expansão dos *Members of Payments Canada*. Essa parte do passivo se refere aos depósitos do *Lynx*, que é novo sistema de pagamento de alto valor do Canadá, que mantém suas contas de

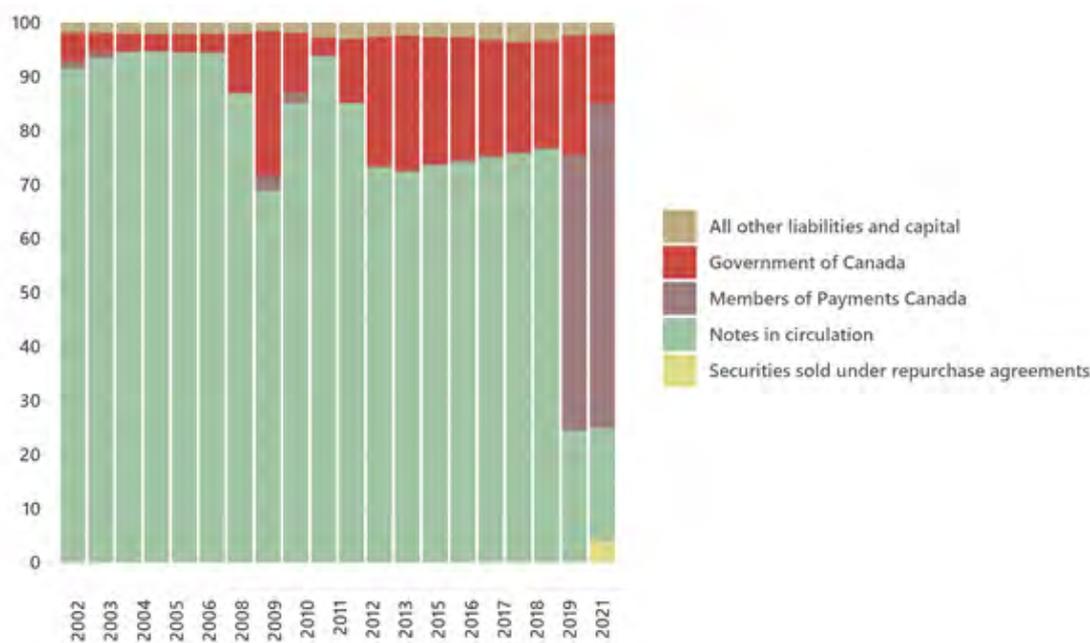
liquidação no BoC. O *Lynx* é parte da iniciativa de modernização de pagamentos, o seu lançamento é um passo importante para garantir que o sistema financeiro do país permaneça seguro, estável e eficiente na economia em rápida evolução de hoje. Percebe-se que o sistema lançado no início do ano de 2020 teve rápida aceitação por parte da população e fez com que houvesse uma mudança na composição do balanço do banco (Figura 20). É de se esperar, que cada vez mais bancos centrais adiram a esse tipo de inovação.

Figura 19 – Passivos do *Bank of Canada* - Milhões de Dólares Canadenses



Fonte: BoC, 2021.

Figura 20 – Passivos do *Bank of Canada* - % Total de Passivos



Fonte: BoC, 2021.

## 2.6 Zona do Euro

O balanço do *European Central Bank* (ECB) se diferencia dos demais por sua própria definição de ser o banco central de todos os países da Zona do Euro.

Antes da crise financeira de 2008, o ECB fornecia um montante pré-estabelecido de crédito aos bancos por meio de leilões, nos quais os bancos ofereciam garantias para os empréstimos. Com a instauração da crise, diversas outras medidas de política monetária foram adotadas para superar as problemáticas trazidas pela recessão (ECB, 2017).

Inicialmente, o ECB buscou formas de fornecer uma maior liquidez para os bancos e manter o bom funcionamento dos mercados financeiros da região. Para tal, o ECB alterou a forma que fornecia crédito aos bancos e passou a utilizar uma taxa fixa, alongou o prazo das operações e ampliou os ativos que seriam aceitos como forma de garantia. Com isso, como é visível no gráfico abaixo (Figura 21), houve uma expansão da parte dos ativos referentes a empréstimos para instituições de crédito.

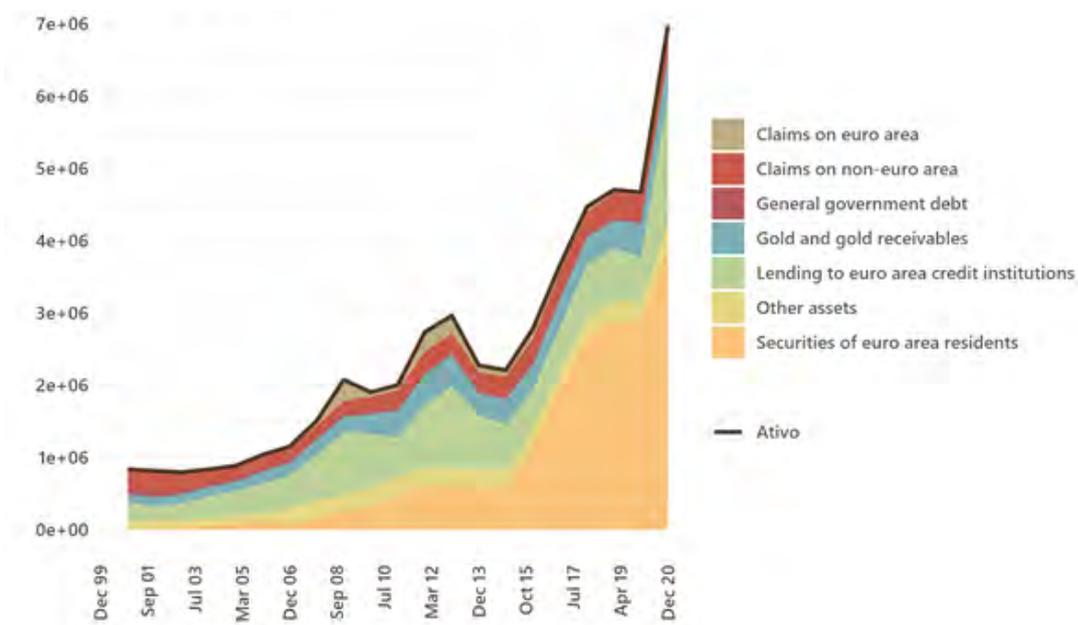
Em um momento posterior, a crise começou a ter impactos sobre a dívida soberana de alguns países-membros da Zona do Euro, logo o ECB tomou medidas que visavam mitigar o mau funcionamento dos mercados e reduzir as diferenças nas condições de financiamento enfrentadas pelas empresas e famílias em diversos países da área do euro. Para isso, o ECB passou a comprar títulos de dívidas dos países membros, principalmente daqueles que estavam

sofrendo com taxas muito elevadas. Além disso, o Banco Central Europeu realizou operações de refinanciamento de longo prazo que ficaram conhecidas como VLTRO (*Very long-term refinancing operations*) e anunciou o programa *Outright Monetary Transactions* (OMT), que visa a compra potencialmente ilimitada de dívidas soberanas de países da área do euro no mercado secundário pelo Banco Central Europeu, com o objetivo de manter a integridade da área do euro, algo que não é de interesse de nenhum outro banco central do mundo.

Uma problemática enfrentada pela Zona do Euro é referente ao risco de deflação e crise do crédito. Com o envelhecimento da população e com uma economia já muito consolidada, paira uma preocupação na região de uma possível “japanificação”. Com os juros já no *zero lower bound*, a inflação da Zona do Euro seguiu por muitos anos relevantemente abaixo da meta do banco. Para tanto, o ECB passou a buscar influenciar em toda a curva de juros, visando estimular a economia. Entre as medidas tomadas para tal objetivo, foram realizados programas que influenciaram o balanço do banco. Em primeiro lugar os *targeted longer-term refinancing operations* (TLTRO) que são operações que concedem financiamento de longo prazo aos bancos em condições atraentes, visando estimular os empréstimos bancários às famílias e empresas. Ademais, foi realizado um programa de compra de ativos (*Asset Purchase Program - APP*) de títulos dos setores público e privado, para pressionar para baixo a estrutura a termo das taxas de juros.

Com a crise do COVID-19, o ECB expandiu e ajustou tais programas já existentes, visto que a crise que pairava intensificou as problemáticas que a região já enfrentava. Além dos que já existiam, o ECB decidiu realizar o programa de compra de emergência pandêmico (*Pandemic Emergency Purchase Programme - PEPP*), um programa temporário de compra de títulos do setor público e privado, para combater os graves riscos de ineficácia da política monetária e as perspectivas negativas para a área do euro em consequência ao surto do Covid-19. Com todas essas medidas houve uma forte expansão dos ativos como é visto abaixo (ECB, 2021).

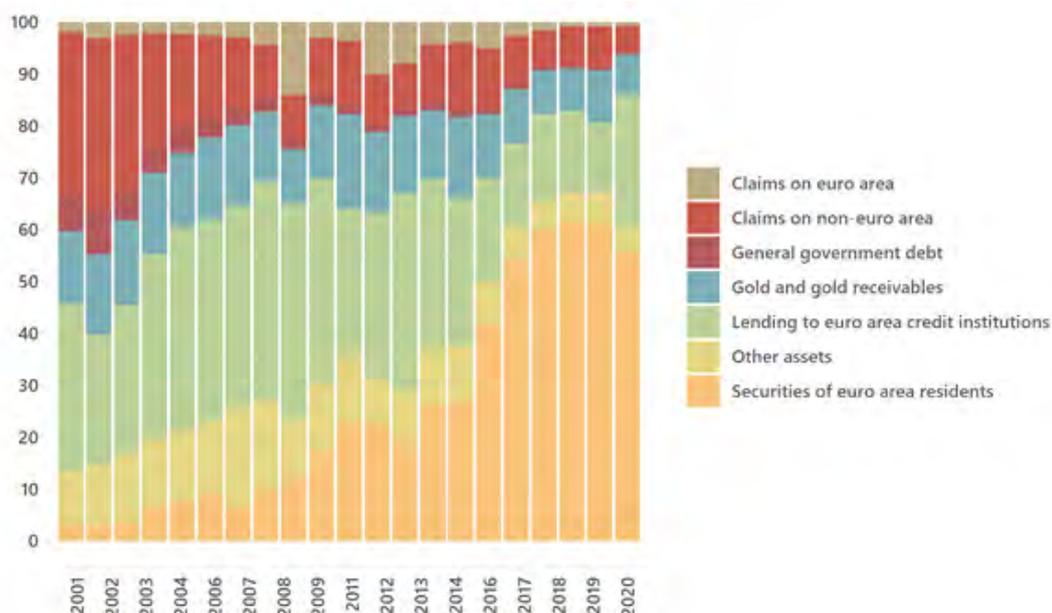
Figura 21 – Ativos do *European Central Bank* - Milhões de Euros



Fonte: ECB, 2021.

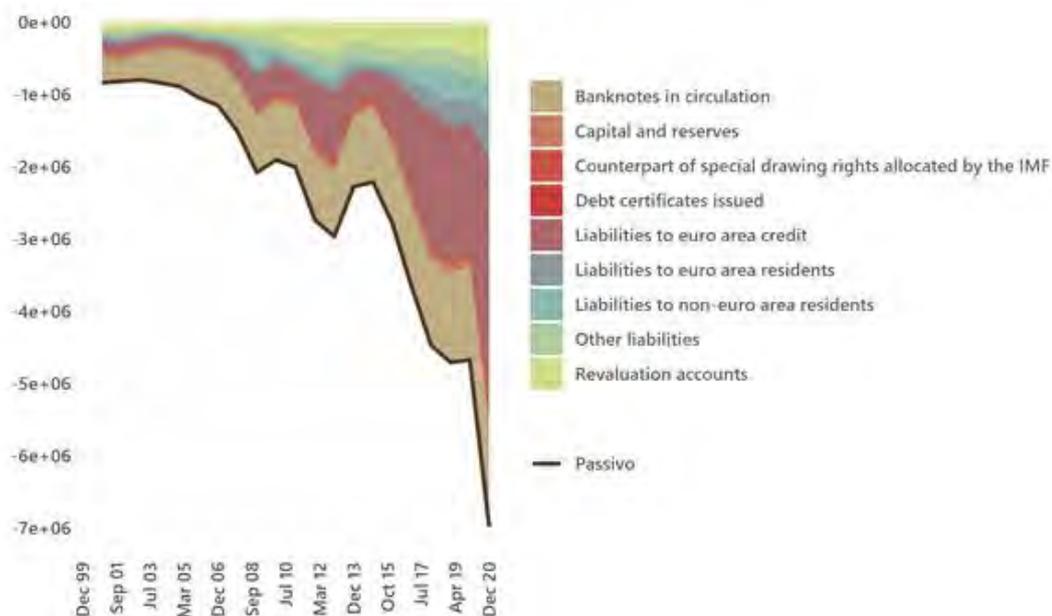
Ao averiguar a composição percentual dos ativos do Banco Central Europeu (Figura 22), percebe-se que desde a crise da dívida pública da Zona do Euro, em 2012, os títulos de dívida dos governos europeus representam, cada vez mais, uma parte mais relevante do balanço, apesar do também crescimento dos outros ativos do banco. Isso mostra a preocupação do ECB em manter os fluxos de financiamento elevados para todas as economias do bloco, além de garantir que as taxas de juros referentes à dívida desses países permaneçam em patamares baixos e similares e, dessa forma, atenuar os déficits enfrentados por eles.

Figura 22 – Ativos do *European Central Bank* – % Total de Ativos



Fonte: ECB, 2021.

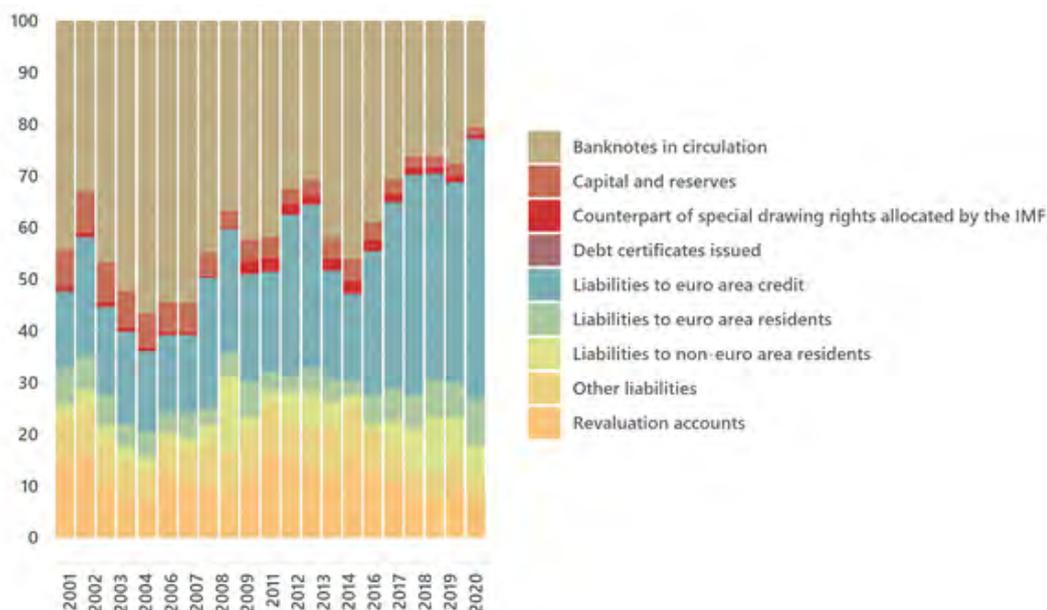
Figura 23 – Passivos do *European Central Bank* - Milhões de Euros



Fonte: ECB, 2021.

Quando olhamos para os passivos do ECB (Figuras 24 e 25), percebe-se que houve uma redução percentual da importância da moeda em circulação em detrimento, principalmente, dos passivos para crédito da Zona do Euro. Esse passivo se refere ao fato de que o ECB tem a possibilidade de aceitar *cash* como garantia dos empréstimos de alguns programas sem ter que reinvestir esse capital. Logo, o aumento da atuação do ECB no mercado de crédito faz com que esse passivo se torne mais relevante em seu balanço.

Figura 24 – Passivos do *European Central Bank* – % Total de Passivos



Fonte: ECB, 2021.

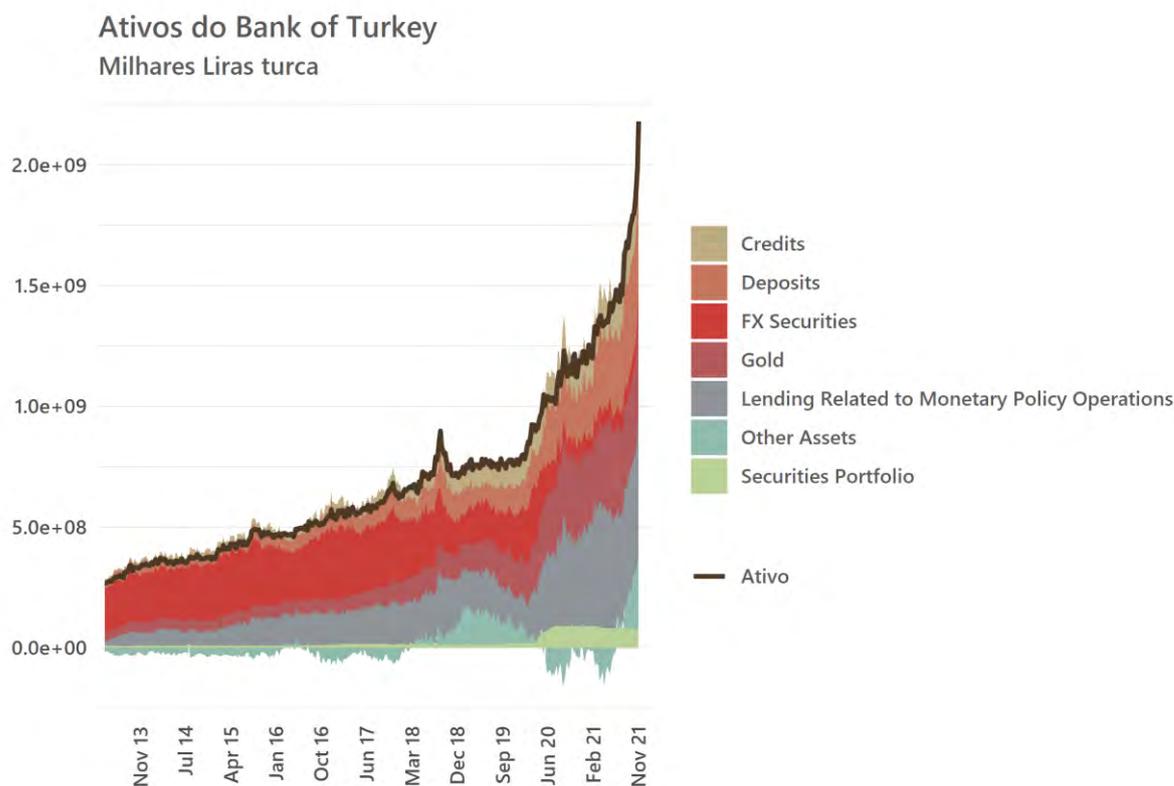
## 2.7 Turquia

Antes da pandemia de COVID-19, o crescimento na Turquia tornou-se cada vez mais dependente do crédito internacional e da demanda. Como consequência desse crescimento, foram registrados grandes déficits em conta corrente, financiados, principalmente, pelo aumento dívida do governo, o que gerou necessidade de financiamento externo. Ao mesmo tempo, o rápido crescimento do crédito, liderado por bancos estatais, e a alta inflação minaram a credibilidade da política monetária e levaram a dolarização dos depósitos. A pressão resultante sobre a Lira Turca contribuiu para grandes perdas de reservas (IMF, 2021c).

Com o início da pandemia, houve um colapso na atividade econômica assim como em outros países, entretanto, a recuperação foi notável, destacando a Turquia de seus pares. Essa forte melhora da economia local foi viabilizada por grandes cortes nas taxas de juros, fornecimento rápido de crédito por bancos estatais e amplo suporte de liquidez que permitiram que a Turquia fosse um dos poucos países a registrar crescimento econômico positivo em 2020. (TCMB, [2020]). Esse movimento realizado pelo Banco Central de afrouxamento da política monetária levou a uma rápida expansão de seus ativos a partir de abril de 2020, puxado por um aumento relevante dos depósitos e empréstimos (Figura 25).

A dívida pública permanece contida, em cerca de 40% do PIB, já que o apoio fiscal tem sido relativamente modesto. Algum espaço fiscal permanece disponível, embora limitado por passivos contingentes e pressões de rolagem da dívida.

Figura 25 – Ativos do *Central Bank of the Republic of Turkey* - Milhares de Liras Turcas



Fonte: TCMB

Fonte: TCMB, 2021.

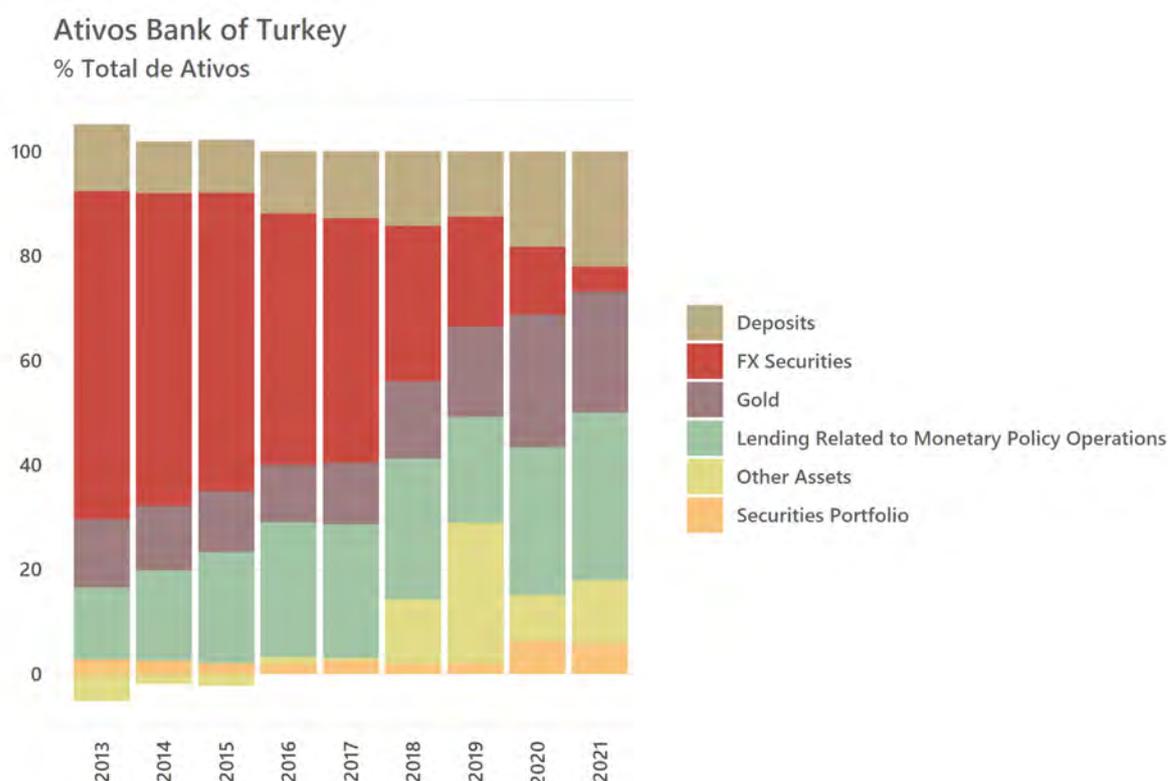
É importante destacar, no entanto, que as mesmas políticas que impulsionaram o crescimento também exacerbaram problemas anteriores da economia. A inflação ainda mais alta, aumento da dolarização e mudanças na composição da conta corrente aumentaram a pressão sobre a Lira Turca e levaram as vendas de moeda estrangeira por parte do BC, o que, por sua vez, levou a quedas acentuadas das reservas de níveis já baixos. Esse movimento pode ser observado na forte redução da participação de tais reservas na composição ativos do Banco Central do país desde 2018 (Figura 26).

O baixo valor guardado pelo BC turco em moeda estrangeira é extremamente prejudicial à política monetária. A autoridade monetária acaba por ficar mais sujeita a ataques especulativos sobre sua moeda pois os agentes estão cientes de que a capacidade de intervenção do Banco Central em momentos de forte depreciação cambial é reduzida. Com isso, a moeda está sujeita a grandes oscilações em momentos de incerteza, como aconteceu esse ano com a demissão do presidente do Banco Central, quando a Lira Turca desvalorizou 19% em um dia.

A partir do final de 2020, houve uma mudança na política monetária com o objetivo de conter a inflação. Restaurar a credibilidade do banco central, trazer a inflação para a meta e

reconstruir as reservas eram os objetivos do TCMB (*Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası / Central Bank of the Republic of Turkey*, o Banco Central da Turquia). Com o tempo, isso poderia restaurar a credibilidade, ajudando a valorizar a lira e reduzir a dolarização. No entanto, esse movimento de elevação de juros foi interferido pelo presidente do país ao demitir a autoridade máxima do TCMB. Nas últimas reuniões de política monetária, o BC voltou a cortar sua taxa básica e a expandir seus ativos (Figura 25), em meio a uma inflação extremamente elevada, com o discurso de que pretende apoiar a atividade local. Esse movimento mostra como a baixa independência do Banco Central é prejudicial ao cumprimento do principal objetivo de longo prazo da autoridade: trazer a inflação para a meta.

Figura 26 – Ativos do *Central Bank of the Republic of Turkey* - % Total de Ativos

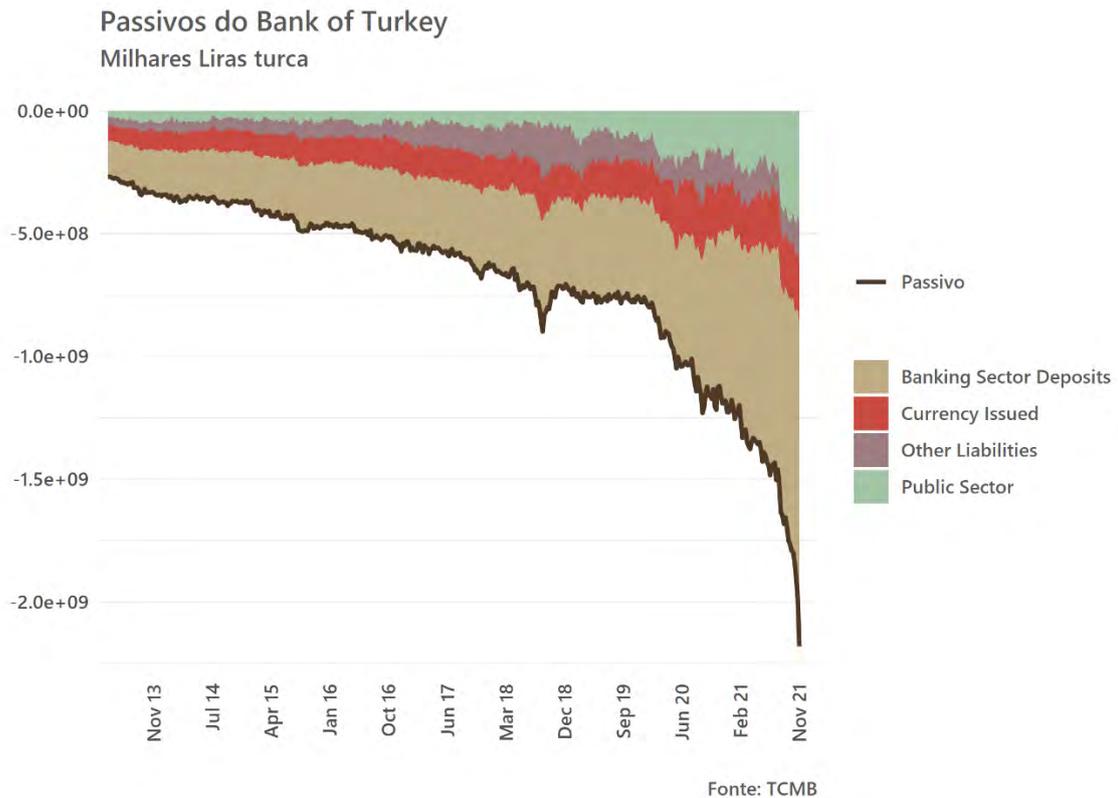


Fonte: TCMB

Fonte: TCMB, 2021.

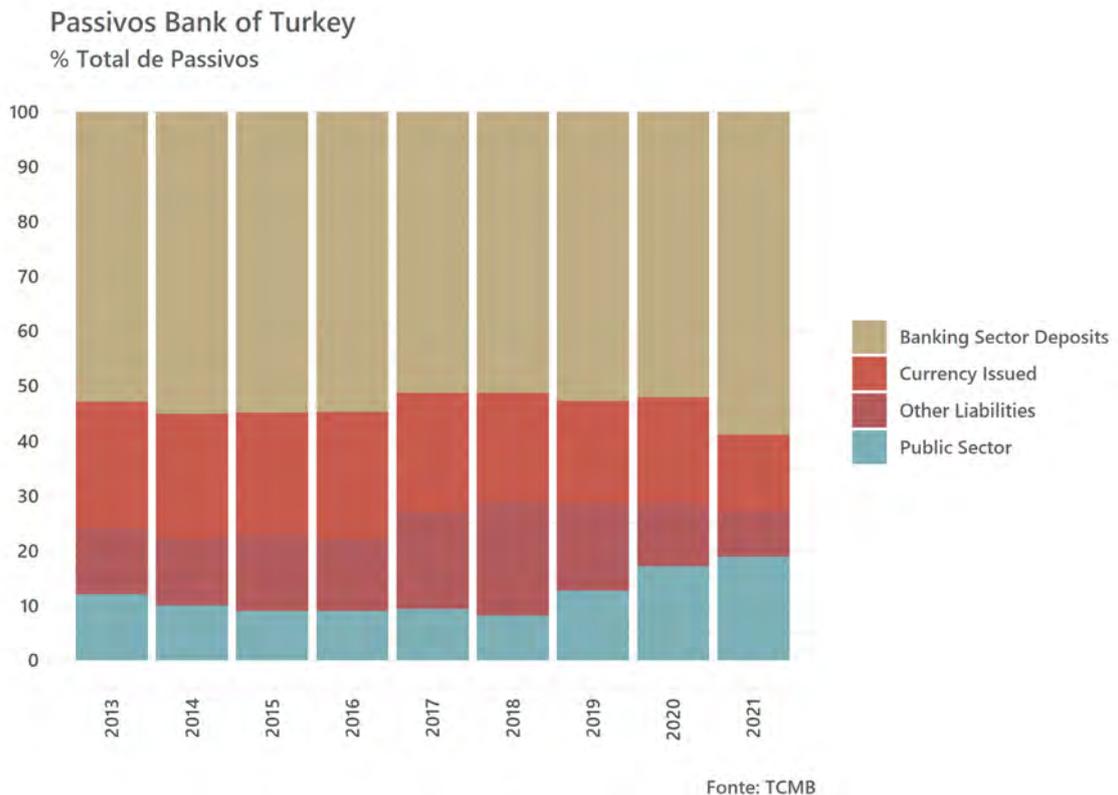
Houve também uma forte expansão dos passivos, como resposta ao crescimento dos ativos (Figura 27). Vale ressaltar, que o aumento foi puxado pelos depósitos bancários e pelos depósitos feitos pelo setor público (Figura 28). A resposta à expansão dos ativos, não necessariamente leva a um aumento de demanda por moeda na mesma proporção, fazendo com que os depósitos se tornem uma parte mais relevante dos passivos.

Figura 27 – Passivos do *Central Bank of the Republic of Turkey* - Milhares de Liras Turcas



Fonte: TCMB, 2021.

Figura 28 – Passivos do *Central Bank of the Republic of Turkey* - % Total de Passivos



Fonte: TCMB, 2021.

### 3 COMPARAÇÕES

A partir da análise realizada até aqui, torna-se possível comparar as distintas composições dos ativos dos Bancos centrais com o objetivo de encontrar padrões entre certas características dos países em questão e seus balanços e, dessa forma, torna-se possível expandir a análise para outras federações não pesquisadas de perto neste estudo.

#### 3.1 Ativo Externo

Neste primeiro aspecto, é perceptível que os países emergentes e aqueles exportadores de *commodities* são os que possuem a maior parte de seus ativos compostos por reservas internacionais. Isso acontece pois o ativo externo líquido serve como uma espécie de seguro para as obrigações internacionais e como um amortecedor de choques externos. Países emergentes estão sempre mais sujeitos a crises cambiais ou interrupções no fluxo de capital, dadas as maiores incertezas macroeconômicas que geram receio aos investidores. Logo, possuir essas reservas denominadas em moeda estrangeira traz uma maior estabilidade para o câmbio, pois os investidores sabem que o BC local, a qualquer momento, pode intervir no mercado comprando moeda, evitando dessa forma grandes ataques especulativos (WIJNHOLDS; KAPTEYN, 2001).

Essa capacidade de os bancos centrais terem certo controle sobre a moeda local é de extrema importância, pois um câmbio relativamente estável aumenta a confiança dos investidores que desejam realizar negócios de longo prazo. Além disso, grandes desvalorizações cambiais têm um forte efeito sobre a inflação, cuja mitigação é o principal objetivo perseguido pelos BC; logo é de seu interesse buscar certa estabilidade para evitar choques inflacionários que afastem seus índices de preços de suas respectivas metas.

Além disso, as reservas podem ser importantes para o pagamento da dívida externa desses países em momentos em que ocorra uma redução dos fluxos cambiais

Outra característica em comum entre muitos países que possuem quantidades relevantes de ativos denominados em moeda estrangeira é ser exportador de *commodities*. Sabe-se que o preço desses produtos está diretamente ligado a oferta e demanda mundial e estão constantemente expostos a grandes variações. Por conta desses possíveis fortes movimentos nos preços, as reservas podem vir a reduzir o impacto de curto prazo dos choques nos termos de troca.

### 3.2 *Quantitative Easing*

Uma análise comparativa entre a composição dos ativos dos bancos centrais mostra que algumas dessas instituições monetárias possuem uma quantidade relativa de títulos públicos e privados bem mais elevada que outros. Cabe entender a razão de os dirigentes realizarem o QE em montantes tão distintos.

Muitos bancos centrais, depois da crise de 2008, começaram a realizar essa política não convencional por considerarem que é uma maneira rápida de estimular a economia de um país em tempos de crise econômica. Ao realizar QE, o BC consegue reduzir o risco de empréstimos para bancos privados. Isso ocorre, pois o *Quantitative Easing* normalmente só será introduzido em um cenário econômico onde as taxas de juros caíram para zero. Logo, ao fornecer liquidez para um banco quando as taxas de juros estão mais baixas faz com que o risco dos bancos comerciais que emprestam dinheiro a civis seja reduzido. Além disso, essa política incentiva os cidadãos a gastarem mais, pois taxas de juros mais baixas podem aumentar a probabilidade de que pessoas físicas e jurídicas contraiam empréstimos para fazer compras, impulsionando, assim, a atividade econômica. Por fim, ao realizar o QE, o BC acaba por aumentar os preços dos ativos. Quando a autoridade monetária compra títulos, ela disponibiliza mais dinheiro para a outra parte que pode ser reinvestido em outros ativos em diferentes mercados financeiros, aumentando seu valor. E, com isso, há um aumento da sensação de riqueza da população.

Por outro lado, há uma série de riscos ao realizar esse tipo de política que pode colocar em xeque a estabilidade de longo prazo do sistema financeiro. Inicialmente, essa política de QE pode causar inflação. Ao realizar compra de títulos, os bancos centrais estão colocando mais moeda em circulação, o que pode contribuir para a inflação e diminuir os rendimentos dos títulos. Ademais, essa política pode acabar levando a um cenário de estagflação, pois quando o banco central compra ativos financeiros, está fazendo isso para facilitar o investimento privado, no entanto, durante uma grande recessão ou crise financeira global, as pessoas têm menos probabilidade de gastar dinheiro e, portanto, não há garantia de que o método funcionará. Por fim, impacta o valor da moeda de uma nação. Isso é indicativo de um declínio no poder de compra internacional.

Depois de listados os benefícios e riscos de se realizar o *Quantitative Easing*, pode-se concluir que alguns fatores referentes à estrutura do país fazem com que as autoridades monetárias optem ou não por expandir seus balanços via compra de títulos. Países que possuem taxas de juros próximas de zero tem incentivos maiores a realizarem esse tipo de política econômica, pois não possuem mais espaço remanescente para estimular a economia via política

monetária tradicional. Já aqueles países que ainda têm espaço para cortar sua taxa básica, devem optar por esse instrumento para incentivar a demanda. Ademais, os riscos vinculados ao QE estão muito relacionados à inflação, como foi mencionado. Logo, aqueles países que sofreram com pressões inflacionárias em um período recente de sua história possuem um *trade off* maior de comprar os títulos e colocar mais moeda em circulação, pois isso pode acabar atingindo a expectativas dos agentes econômicos e conseqüentemente elevando a inflação. A estabilidade da moeda local também é um fator que pode influenciar, como tal política pode levar à desvalorização do câmbio, se a demanda por ela não for muito elevada, pode acabar por gerar ataques especulativos sobre a moeda que exacerbem o movimento. Por fim, a credibilidade do banco central responsável é de extrema importância para que o *Quantitative Easing* seja feito sem afetar negativamente as expectativas dos agentes (STROHECKER, 2020).

Conclui-se, portanto, que os países desenvolvidos no geral são os que mais têm incentivos a comprar títulos em momentos de crise, dado que suas taxas básicas de juros, no geral, permanecem em patamares muito baixos, possuem menos pressões inflacionárias e o respectivo banco central costuma ter credibilidade mais elevada que os emergentes.

### **3.3 Títulos Imobiliários**

Outro fator que chama atenção é que alguns países possuem em seus balanços uma quantidade muito relevante de títulos imobiliários, enquanto em outros não vemos esse tipo de ativo. A razão para isso é que em alguns países o setor habitacional constitui uma parcela muito mais relevante do PIB que em outros; nesses casos, o setor torna-se um grande impulsionador para o resto da economia. Tendo isso em vista, como é de interesse do banco central estimular a atividade em momentos de recessão, faz sentido que ele atue na compra de título hipotecário, visando a redução das taxas de curto e longo prazo, além de garantir o bom funcionamento desse mercado (QUICKEN LOANS, 2021).

### **3.4 Ativos Privados**

Outro fator que se destaca quando comparados os distintos balanços dos bancos centrais é a aquisição de ativos privados. Ao realizar um QE tradicional, o BC opta por comprar títulos do governo, mas as autoridades monetárias passaram a comprar títulos de algumas empresas de grande valor durante momentos de crise. Uma das razões para isso é que essas são grandes empregadoras e precisam garantir que não sofram com a falta de liquidez no mercado quando

o objetivo dos BC é garantir o emprego. Ademais, os investidores, quando vão adquirir papéis comerciais passam a exigir um retorno mais elevado por períodos mais curtos devido a preocupações com a solvência das empresas durante as crises. Logo, o custo de tomar dinheiro emprestado via emissão de papéis comerciais pode subir a níveis muito elevados. Quanto mais curto for o período de empréstimo, menos certeza a empresa terá sobre a disponibilidade e o custo do financiamento futuro (GALEMA; LUGO, 2021).

Sabendo disso e considerando a importância de as empresas conseguirem seus financiamentos para reerguer a economia, os bancos centrais passam a comprar seus papéis comerciais. Essa política não serve apenas para aumentar a disponibilidade de financiamento, mas também para garantir aos emissores e investidores que as empresas conseguiram tomar empréstimos quando necessário, reduzindo a incerteza. Com isso, a autoridade monetária consegue promover a confiança de que o financiamento estará disponível para apoiar bancos e empresas e, portanto, os empregos e a atividade econômica que dependem deles.

Apesar de a compra de títulos privados poder gerar benefícios às economias, podem ser discutidos os riscos atrelados a tais medidas. Inicialmente, há um conflito de risco moral, quando os bancos centrais passam a fornecer empréstimos a taxas baixíssimas a empresas possivelmente insolventes. Em relatório, o FMI alertou que os bancos centrais aumentaram a fragilidade financeira ao encorajar as empresas a assumir riscos financeiros e adquirir dívidas. Em vez de buscar níveis mais baixos de endividamento, as empresas aprenderam que seriam resgatadas se fizessem um empréstimo.

Além disso, mais duas outras questões chamam atenção. A má alocação de capital e a aparente, e cada vez menor, independência para dos bancos centrais. Inicialmente, empréstimos arriscados podem trazer instabilidade para o banco central e gerar preocupações das consequências de possíveis perdas relevantes dos bancos. Ademais, muitos argumentam que aquisições de títulos corporativos podem ter viés político, uma vez que não há um critério claro para escolha de setores ou empresas selecionadas e que, ao realizar tais medidas, os bancos centrais poderiam estar pondo em risco sua independência.

Tendo em vista os riscos mencionados acima, é preciso que a Autoridade Monetária que opte por comprar títulos corporativos tenha uma credibilidade elevada para que os agentes econômicos não acreditem que o banco central pode acabar tornando-se “refém” dessas empresas e emitindo mais moeda do que deveria.

Enquanto os bancos centrais continuarem a dirigir os mercados de maneira adequada, as ideias de risco moral e perda de independência desaparecerão à medida que as condições financeiras melhorarem.

É improvável que as autoridades monetárias sigam utilizando esses instrumentos em próximas recessões. Se os bancos centrais fossem usar essas ferramentas de forma mais rotineira, os mercados poderiam esperar a intervenção de crédito em todas as crises futuras. Com isso, o risco moral seria extremado.

### **3.5 Títulos de Dívida Soberana**

Um ativo extremamente particular observado no caso do Banco Central Europeu é o título de dívida soberana. Como explicado anteriormente, o BCE é o Banco Central de todos os países da Zona do Euro e busca reduzir as diferenças nas condições de financiamento enfrentadas pelas empresas e famílias em diversos países da área do euro. Tendo em vista esse objetivo, torna-se relevante comprar títulos de dívidas dos países membros que possuem taxas mais elevadas que os demais.

Esse tipo de medida é essencial para que se torne viável a manutenção de blocos econômicos, já que se os países membros possuírem condições de financiamento muito distintas, a política monetária implementada também teria de ser diferente. Cabe aqui então esse papel adicional do Banco Central: homogeneizar as condições enfrentadas pelos Estados e suas famílias e empresas para que a união seja viável.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

A partir das análises e comparações feitas até então, pode-se concluir que diversos fatores são decisivos para que um banco central opte por ativos a adquirir. Conhecer profundamente essas condições de cada país é fundamental para que se saiba em que investir para otimizar ao máximo o objetivo do banco central de estimular a economia em momentos de crise. Ademais, em certos casos um tipo de política pode vir a gerar até o efeito oposto ao esperado pelas autoridades caso ela não seja aplicada no contexto correto. Tendo isso em vista, cabe aqui destacar alguns dos fatores que podemos considerar essenciais para a definição do balanço de um banco central.

Inicialmente, destaca-se o grau de desenvolvimento. Arelado a essas condições diversas outras estão vinculadas direta ou indiretamente. Países desenvolvidos costumam ter investidores mais confiantes sobre o sistema financeiro local e sobre a autoridade monetária. Além disso, esses países, no geral, estão em um estágio em que a inflação é mais controlada e os juros mais baixos. Essas são algumas das razões pelas quais os países desenvolvidos têm mais incentivos para aumentar a flexibilização monetária e optar por adquirir ativos mais variados e arriscados.

Pode-se citar também a pauta de exportação do país como um segundo fator primordial para a escolha dos ativos do banco central. Como já foi explicado acima, países exportadores de *commodities*, por exemplo, estão mais sujeitos a grandes variações no valor desses itens, tendo, então, a necessidade de manter um valor mais elevado de reservas cambiais.

A composição da economia também deve ser levada em consideração. Países possuem diferentes setores responsáveis por serem os principais *drivers* da economia; é de extrema importância que esses setores tenham a liquidez necessária para continuar funcionando em momentos de crise e para servirem como atenuador e não agravador da problemática em questão. Um exemplo disso, é o setor imobiliário nos Estados Unidos, que além de gerar milhares de empregos é uma parte muito relevante dos investimentos dos americanos, logo em momentos que esse segmento da economia vai mal, há um forte reflexo sobre a renda da população.

Por fim, salienta-se o grau de independência do banco central. Países cuja autoridade monetária possui uma autonomia mais elevada, geram uma maior confiança sobre os investidores. Isso ocorre pois há uma percepção de que, com a independência, as autoridades têm menos incentivos a agir de forma a beneficiar os políticos nos ciclos eleitorais. No geral,

países com essa característica possuem inflação mais baixa, menor volatilidade e melhor capacidade de reagir a crises, dando espaço para que o BC aja de forma mais incisiva quando necessário, sem assustar o mercado.

## REFERÊNCIAS

BACEN – BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Gestão das Reservas Internacionais. v. 13, mar. 2021. Brasília: Bacen, 2021. Disponível em: <[https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/relgestaoreservas/GESTAORESERVAS202103-relatorio\\_anual\\_reservas\\_internacionais\\_2021.pdf](https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/relgestaoreservas/GESTAORESERVAS202103-relatorio_anual_reservas_internacionais_2021.pdf)>. Acesso em: 3 ago. 2021.

BANK OF ENGLAND. What is quantitative easing? London, Bank of England, s.d. Disponível em: <<https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy/quantitative-easing>>. Acesso em: 7 ago. 2021.

BoC – BANK OF CANADA. About the Bank of Canada’s balance sheet. September 10, 2021. Disponível em: <<https://www.bankofcanada.ca/2021/09/bank-canada-balance-sheet/>>. Acesso em: 7 ago. 2021.

CAMPOS NETO, Roberto. **Medidas de Combate aos Efeitos da Covid-19** [- Apresentação ao Tribunal de Contas da União]. Brasília: BANCO CENTRAL DO BRASIL, 17 ago. 2020. Disponível em: <[https://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/TextosApresentacoes/Apresentacao\\_RCN\\_TCU\\_17.8.20.pdf](https://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/TextosApresentacoes/Apresentacao_RCN_TCU_17.8.20.pdf)>. Acesso em: 1º ago. 2021.

CBC – BANCO CENTRAL DE CHILE. Monetary Policy Report, sept. 2021. Disponível em <[https://www.bcentral.cl/documents/33528/3127415/mpr\\_september\\_2021.pdf/fb7f3673-afe7-f7fd-8684-ccbefa59ce8d](https://www.bcentral.cl/documents/33528/3127415/mpr_september_2021.pdf/fb7f3673-afe7-f7fd-8684-ccbefa59ce8d)>. Acesso em 12 out. 2021.

CLARIDA, Richard H.; DUYGAN-BUMP, Burcu; SCOTTI, Chiara. The COVID19 Crisis and the Federal Reserve’s Policy Response. **Finance and Economics Discussion Series** 2021-035. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, 2021. Disponível em: <<https://www.federalreserve.gov/econres/feds/files/2021035pap.pdf>>. Acesso em 2 ago. 2021.

DOWLING, Sean; PRINTANT, Sebastien. **Monetary Policy, Liquidity, and the Central Bank Balance Sheet**. Sidney: RBA, 2021. Disponível em: <<https://www.rba.gov.au/publications/bulletin/2021/jun/pdf/monetary-policy-liquidity-and-the-central-bank-balance-sheet.pdf>>. Acesso em 3 out. 2021.

ECB – EUROPEAN CENTRAL BANK. **The ECB’s monetary policy: past and present**. Speech by Peter Praet, Member of the Executive Board of the ECB, at the Febelfin Connect event, Brussels/Londerzeel, 16 March 2017. Disponível em: <<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/sp170316.en.html>>. Acesso em 7 ago. 2021.

\_\_\_\_\_. **Lessons from an unusual crisis**. Speech by Isabel Schnabel, Member of the Executive Board of the ECB, at the Federal Reserve Bank of New York conference on “Implications of Federal Reserve Actions in Response to the COVID-19 Pandemic”. 1 October 2021. Disponível em: <<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp211001~ca589c6afc.en.html>>. Acesso em 7 ago. 2021.

FGV – FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS. **Dívida externa**. Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil, 2009. Disponível em: <<http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-tematico/divida-externa-2>>. Acesso em 7 ago. 2021.

GALEMA, Rients; LUGO, Stefano. When central banks buy corporate bonds: Target selection and impact of the European Corporate Sector Purchase Program. **Journal of Financial Stability**. 54 (2021) 100881. 5 May 2021. Disponível em <<https://reader.elsevier.com/reader/sd/pii/S1572308921000413?token=DEDBAE765D83575B998AF2B1A4DC84F68F82105E0E0DD8100AEE46A3B032BFBE1A404D6EA125F7DE8699828ECFF93B3&originRegion=us-east-1&originCreation=20211123200758>>. Acesso em: 12 set. 2021.

IMF – International Monetary Fund. 2019 Article IV Consultation – Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Australia. **IMF Country Reports Vol. 2020**. Issue: 068. 5 Mar. 2020. Disponível em: <<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2020/03/03/Australia-2019-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-49241>>. Acesso em: 7 ago. 2021.

\_\_\_\_\_. Chile: 2021 Article IV Consultation – Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Chile. **IMF Country Reports Vol. 2021**. Issue: 083. 23 Apr. 2021. 2021a. Disponível em: <<https://www.elibrary.imf.org/view/journals/002/2021/083/article-A002-en.xml>>. Acesso em 1º ago. 2021.

\_\_\_\_\_. Canada 2021 Article IV Consultation – Press Release and Staff Report. **IMF Country Reports No. 021/54**. Mar. 2021. 2021b. Disponível em: <<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2021/03/17/Canada-2021-Article-IV-Consultation-Press-Release-and-Staff-Report-50273>>. Acesso em 7 ago. 2021.

\_\_\_\_\_. Turkey 2021 Article IV Consultation – Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Turkey. **IMF Country Report No. 21/110**. June 2021. 2021c. Disponível em: <<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2021/06/11/Turkey-2021-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-50205>>. Acesso em: 7 ago. 2021

MATTA, Leandro Amaral. **Em busca da autonomia operacional do Banco Central do Brasil como instrumento de estabilização da moeda**. Dissertação de mestrado. Escola Brasileira de Administração Pública. Rio de Janeiro, FGV, 2003. Disponível em <<https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/3397/000326071.pdf>>. Acesso em: 12 set. 2021.

OECD – ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION & DEVELOPMENT. **OECD Economic Surveys: Chile 2021**. Disponível em: <<https://www.oecd-ilibrary.org/sites/e5a68274-en/index.html?itemId=/content/component/e5a68274-en>>. Acesso em 3 out. 2021.

QUICKEN LOANS. **What Is An Agency MBS And How Does The Federal Reserve's Purchase Of MBS Affect Mortgage Rates?** February 19, 2021. Disponível em <<https://www.quickenloans.com/learn/agency-mbs>>. Acesso em: 12 set. 2021.

RESERVE BANK OF AUSTRALIA. **Supporting the Economy and Financial System in Response to COVID-19**. Sidney: RBA, 2021. Disponível em: <<https://www.rba.gov.au/covid-19/>>. Acesso em 3 out. 2021.

RICH, Robert. **The Great Recession**. Federal Reserve Bank of Cleveland. Cleveland: FED, nov. 2013. Disponível em: <<https://www.federalreservehistory.org/essays/great-recession-of-200709>>. Acesso em: 12 set. 2021.

STROHECKER, Karin. **Bond-buying risks could outweigh rewards for emerging central banks**. Reuters, MAY 6, 2020. Disponível em: <<https://www.reuters.com/article/us-health-coronavirus-emerging-qe-analys-idUSKBN22I0QE>>. Acesso em: 12 set. 2021.

TCMB - CENTRAL BANK OF THE REPUBLIC OF TURKEY. Measures Taken against the Economic and Financial Impacts of the Coronavirus. Ankara: TCMB, [2020].

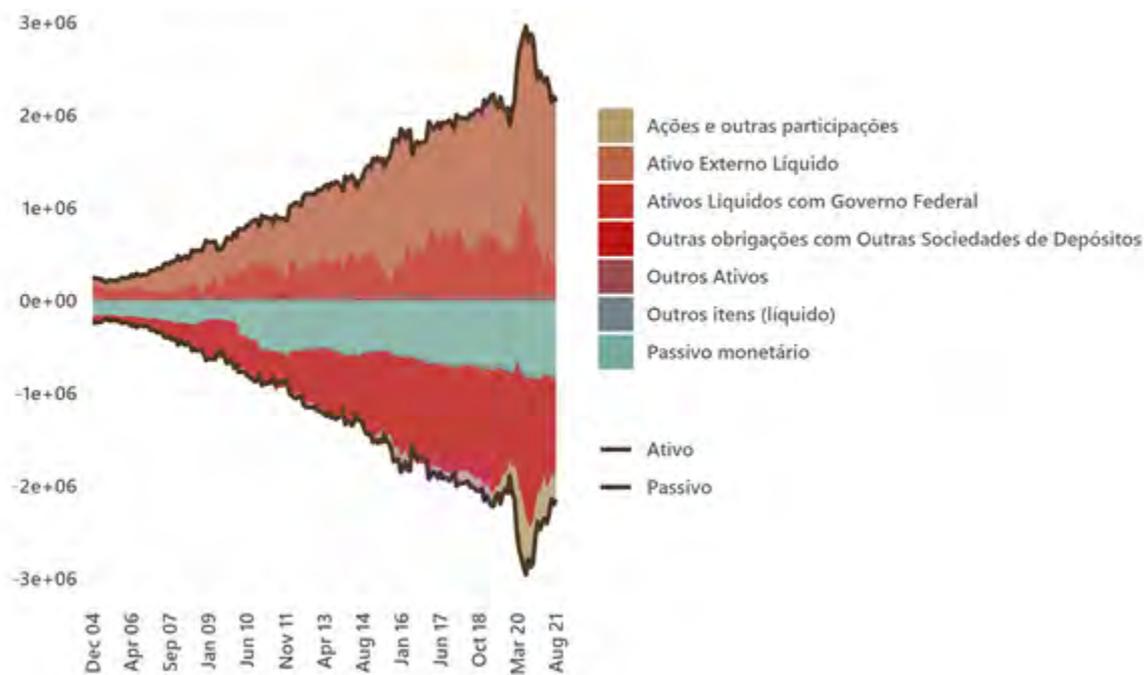
WEISS, Maurício Andrade; SAMPAIO, Adriano Vilela. **A importância das reservas internacionais e as razões para não as usar**. Porto Alegre: FCE/UFRGS, 23 abr. 2020. Disponível em: <<https://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/213880/001117409.pdf?sequence=1>>. Acesso em: 7 ago. 2021.

WIJNHOLDS, J. Onno de Beaufort; KAPTEYN, Arend. Reserve Adequacy in Emerging Market Economics. **International Monetary Fund**. Vol. 2001: Issue 143. 1 Sep 2001. Disponível em: <<https://www.elibrary.imf.org/view/journals/001/2001/143/article-A001-en.xml>>. Acesso em 3 out. 2021.

## APÊNDICE

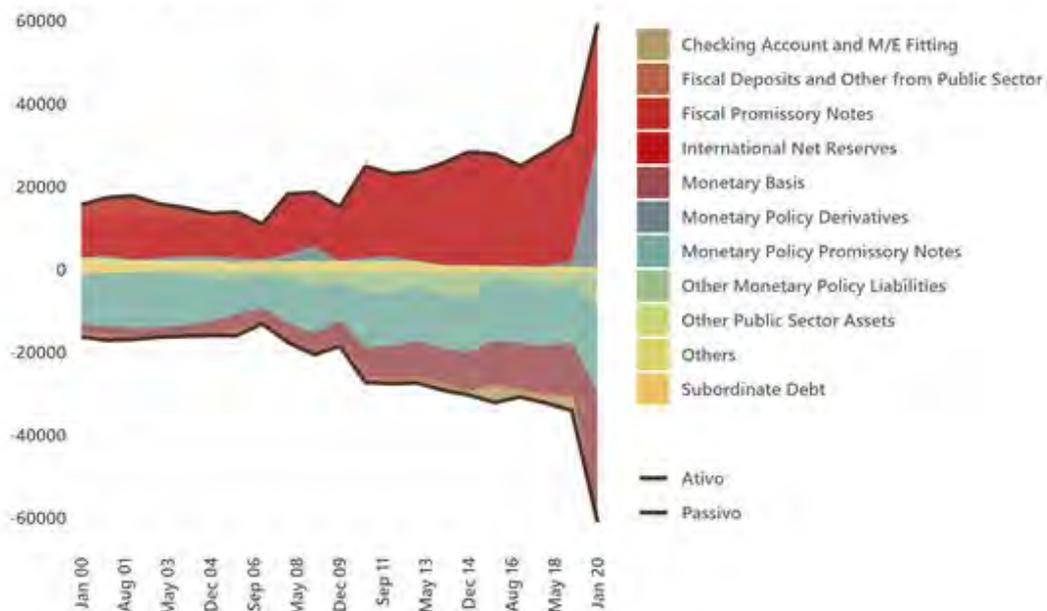
Utiliza-se esse espaço para a comparação dos gráficos balanços dos bancos centrais escolhidos para a análise:

### APÊNDICE A – Balanço do Banco Central do Brasil - Milhões de Reais



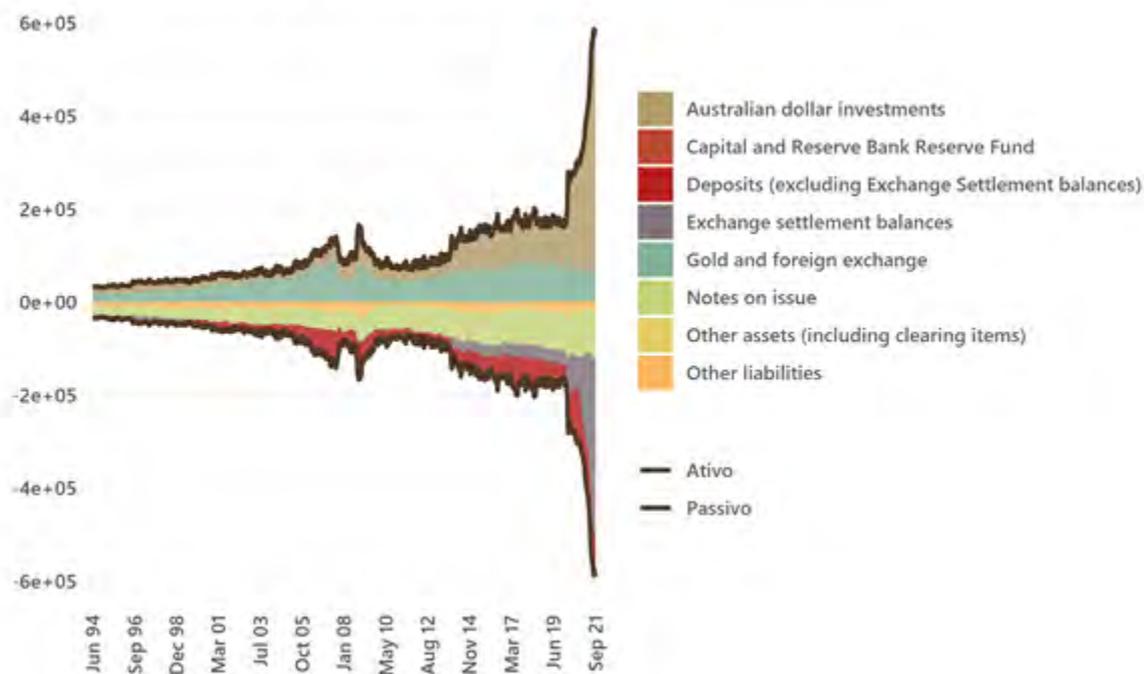
Fonte: Banco Central do Brasil, 2021.

APÊNDICE B – Balanço do *Banco Central de Chile* - Bilhões de Pesos Chilenos



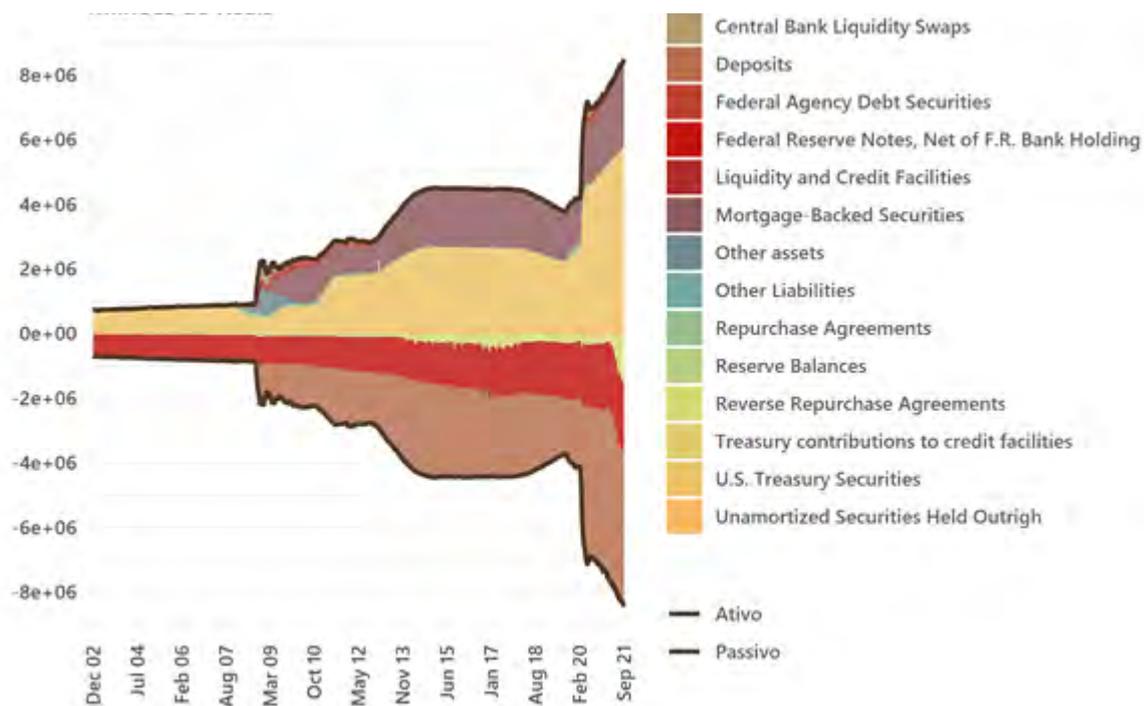
Fonte: *Banco Central de Chile*, 2021.

APÊNDICE C – Balanço do *Reserve Bank of Australia* - Milhões de Dólares Australianos



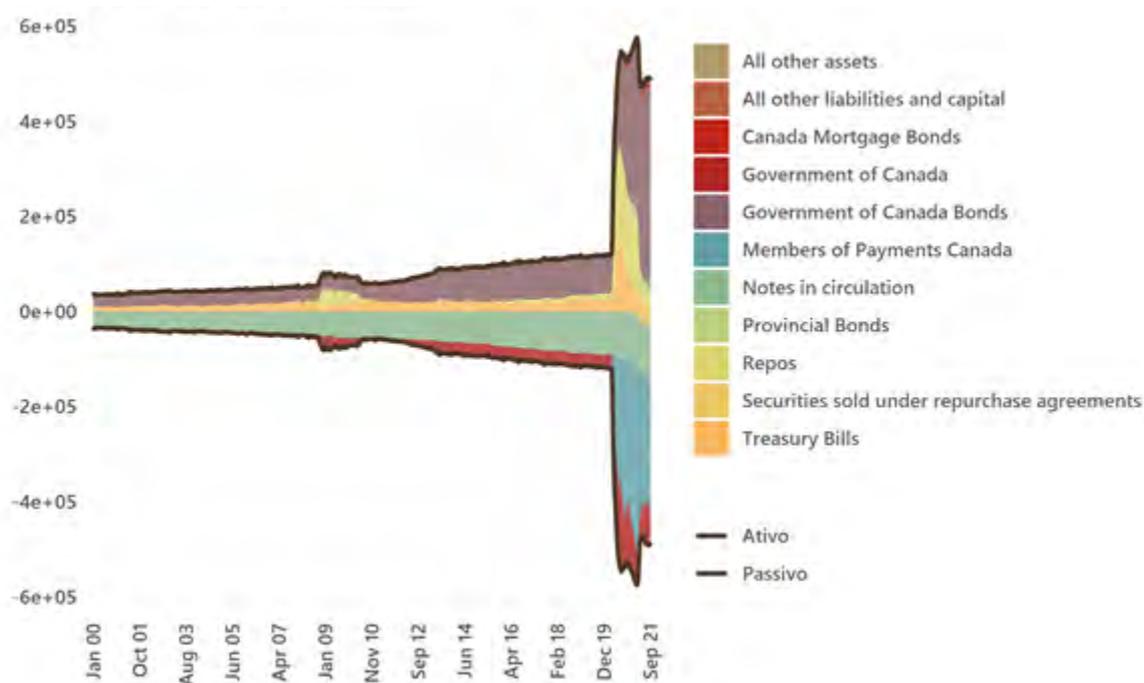
Fonte: *Reserve Bank of Australia*, 2021.

APÊNDICE D – Balanço do *Federal Reserve* - Milhões de Reais



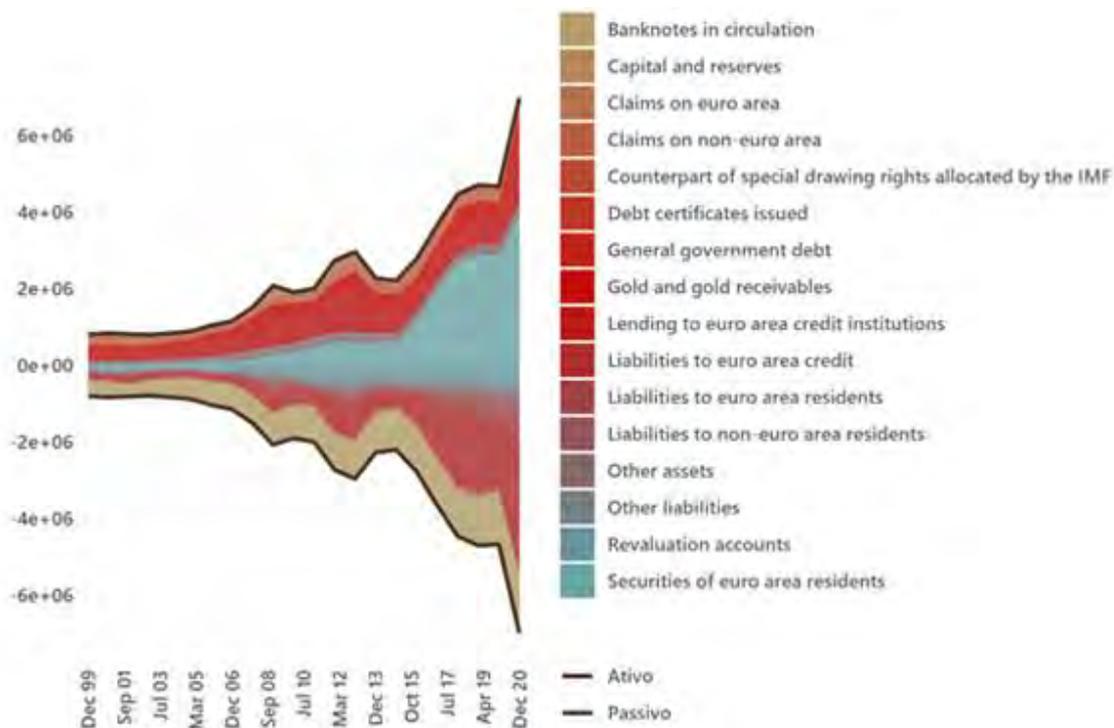
Fonte: *Federal Reserve*, 2021.

APÊNDICE E – Balanço do *Bank of Canada* - Milhões de Dólares Canadenses



Fonte: *Bank of Canada*, 2021.

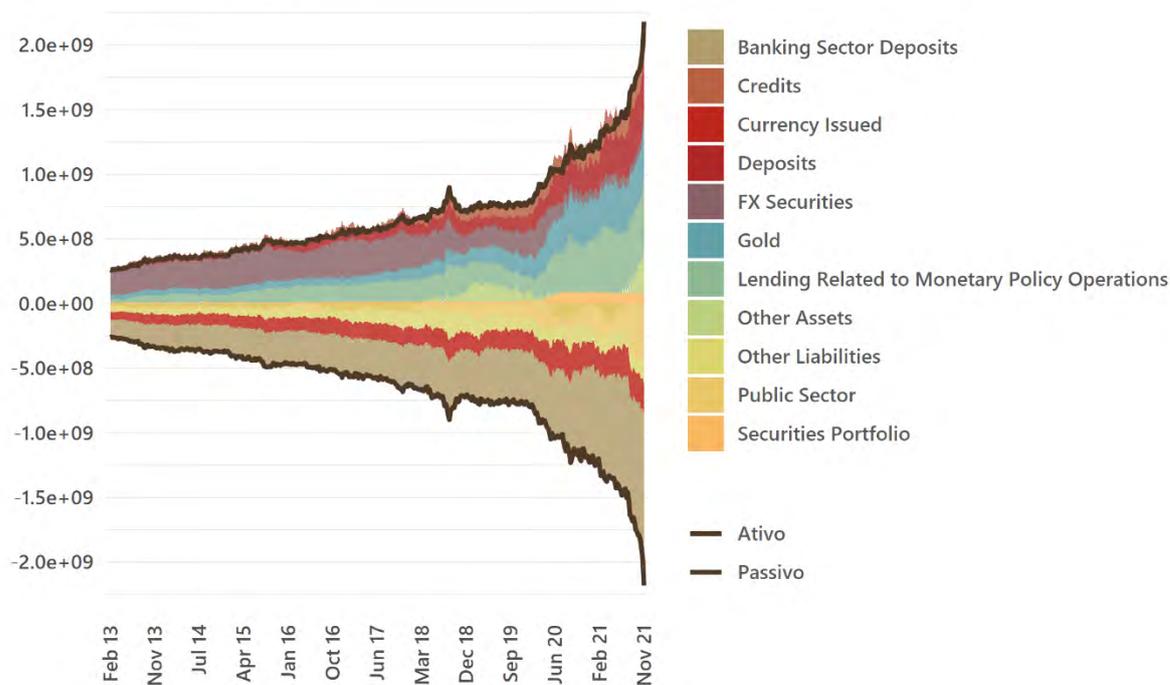
APÊNDICE F – Balanço do *European Central Bank* - Milhões de Euros



Fonte: *European Central Bank*, 2021.

APÊNDICE G – Balanço do *Bank of Turkey* - Milhares de Liras Turcas

Balanço do *Bank of Turkey*  
Milhares Liras turca



Fonte: TCMB

Fonte: *Central Bank of the Republic of Turkey*, 2021.