



**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA**

NICHOLAS MAGNUS DELEUSE BLIKSTAD

**O balanço patrimonial do banco central e a implementação da
política monetária em economias emergentes**

**Campinas
2020**



**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA**

NICHOLAS MAGNUS DELEUSE BLIKSTAD

**O balanço patrimonial do banco central e a implementação da
política monetária em economias emergentes**

Prof.^a Dr.^a Daniela Magalhães Prates – orientadora

Prof. Dr. Bruno Martarello De Conti – coorientador

Tese de Doutorado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas para obtenção do título de Doutor em Ciências Econômicas, área de Teoria Econômica.

ESTE EXEMPLAR CORRESPONDE À VERSÃO FINAL DA
TESE DEFENDIDA PELO ALUNO NICHOLAS MAGNUS
DELEUSE BLIKSTAD, ORIENTADA PELA PROF.^a DR.^a
DANIELA MAGALHÃES PRATES E COORIENTADA PELO
PROF. DR. BRUNO MARTARELLO DE CONTI.

**Campinas
2020**

Ficha catalográfica
Universidade Estadual de Campinas
Biblioteca do Instituto de Economia
Luana Araujo de Lima - CRB 8/9706

B618b Blikstad, Nicholas Magnus Deleuse, 1985-
O balanço patrimonial do banco central e a implementação da política monetária em economias emergentes / Nicholas Magnus Deleuse Blikstad. – Campinas, SP : [s.n.], 2020.

Orientador: Daniela Magalhães Prates.
Coorientador: Bruno Martarello De Conti.
Tese (doutorado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia.

1. Economias emergentes. 2. Política monetária. 3. Bancos centrais. I. Prates, Daniela Magalhães, 1970-. II. Conti, Bruno Martarello de, 1982-. III. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. IV. Título.

Informações para Biblioteca Digital

Título em outro idioma: Central bank balance sheet and monetary policy implementation in emerging economies

Palavras-chave em inglês:

Emerging economies

Monetary policy

Banks and banking, Central

Área de concentração: Teoria Econômica

Titulação: Doutor em Ciências Econômicas

Banca examinadora:

Bruno Martarello De Conti [Coorientador]

André de Melo Modenesi

Carlos Eduardo Ferreira de Carvalho

Fábio Henrique Bittes Terra

Giuliano Contento de Oliveira

Data de defesa: 16-07-2020

Programa de Pós-Graduação: Ciências Econômicas

Identificação e informações acadêmicas do(a) aluno(a)

- ORCID do autor: <https://orcid.org/0000-0001-8316-6978>

- Currículo Lattes do autor: <http://lattes.cnpq.br/5222442802862823>



**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA**

NICHOLAS MAGNUS DELEUSE BLIKSTAD

**O balanço patrimonial do banco central e a implementação da
política monetária em economias emergentes**

Prof.^a Dr.^a Daniela Magalhães Prates – orientadora

Prof. Dr. Bruno Martarello De Conti – coorientador

Defendida em 16/07/2020

COMISSÃO JULGADORA

**Prof. Dr. Bruno Martarello De Conti - PRESIDENTE
Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP)**

**Prof. Dr. André de Melo Modenesi
Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ)**

**Prof. Dr. Carlos Eduardo Ferreira de Carvalho
Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC-SP)**

**Prof. Dr. Fábio Henrique Bittes Terra
Universidade Federal do ABC (UFABC)**

**Prof. Dr. Giuliano Contento de Oliveira
Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP)**

A Ata de Defesa, assinada pelos membros da Comissão Examinadora, consta no processo de vida acadêmica do aluno.

AGRADECIMENTOS

Essa tese não teria sido possível sem a importante contribuição dos meus orientadores, Daniela Prates e Bruno De Conti. A vocês, meu muito obrigado.

Agradeço à professora Barbara Fritz, não só pela oportunidade de realizar parte do trabalho no *Latin American Institute* na *Freie Universität Berlin*, mas por ter participado de um momento-chave do seu desenvolvimento.

Agradeço aos membros das bancas de qualificação e defesa, não só pela disponibilidade de avaliar o trabalho, mas também pelos valiosos comentários.

Aos amigos, que sabem que o são, à família e à Camila, pela parceria, pelas conversas e pelo apoio durante todo esse árduo processo.

O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Código de Financiamento 001.

RESUMO

Esta tese realizou uma discussão sobre a composição do balanço patrimonial (BP) dos bancos centrais e a implementação da política monetária em economias emergentes selecionadas. O método utilizado foi a realização de estudos de caso, entre dezembro de 2014 e junho de 2018, para quatro bancos centrais: Banco Central do Brasil (BCB), Banco Central do México (BCM), Banco Central da Rússia (BCR) e Banco Central da Turquia (BCT). Em relação à composição do BP dos bancos centrais e à política de BP de intervenção cambial, busca-se analisar como a inserção assimétrica das economias emergentes no sistema monetário e financeiro internacional (SMFI) contemporâneo, no contexto da globalização financeira, impacta os balanços dos bancos centrais, evidenciando a possibilidade de existência de operações denominadas em moeda estrangeira com residentes. No que diz respeito à implementação da política monetária em sua forma convencional, com o objetivo operacional de taxa de juros de curto prazo, almeja-se evidenciar como a forma de inserção dessas economias no SMFI contribui para moldar as características das operações de política monetária (OPM), com destaque para a utilização de operações denominadas em moeda estrangeira para gestão da liquidez em moeda nacional. A hipótese da tese é que, quanto maior o grau de abertura financeira de uma economia, maior será a inter-relação entre os instrumentos de implementação da política monetária na forma convencional e de política de BP de intervenção cambial. O objetivo da tese é evidenciar a inter-relação desses instrumentos por meio do entendimento detalhado da mecânica de funcionamento das OPM nos estudos de caso selecionados.

Palavras-chave: Economias emergentes; Política monetária; Banco central.

ABSTRACT

The thesis discussed central bank balance sheet composition and monetary policy implementation in selected emerging economies. Case studies were conducted between December 2014 and June 2018 for four central banks: Central Bank of Brazil (BCB), Central Bank of Mexico (BCM), Central Bank of Russia (BCR) and Central Bank of Turkey (BCT). Regarding central bank balance sheet composition, we seek to analyze how the asymmetric insertion of emerging economies in the contemporary International Monetary and Financial System, in the context of financial globalization, impacts central bank balance sheets, highlighting the possibility of foreign currency transactions with residents. Regarding monetary policy implementation, in its conventional design, it aims to show how the insertion of these economies in the International Monetary and Financial System contributes to shape the characteristics of monetary policy operations, emphasizing the use of foreign currency operations to manage national currency liquidity. The thesis hypothesis is that the greater the degree of financial openness in an economy, the greater the interrelationship between monetary policy instruments in the conventional design and foreign exchange interventions. The thesis purpose is to highlight the interrelationship of these instruments through a detailed understanding of the mechanics of monetary policy operations in the selected case studies.

Keywords: Emerging economies; Monetary policy; Central bank.

LISTA DA FIGURAS

Figura 1.1 - A hierarquia monetária internacional (moedas selecionadas de acordo com o giro nos mercados cambiais globais).....	44
---	----

LISTA DE QUADROS

Quadro 1.1 - Políticas de BP (não convencionais) dos bancos centrais envolvendo operações denominadas em moeda estrangeira	37
Quadro 1.2 - BP ideal de um banco central	39
Quadro 3.1 - Período de Movimentação e Período de Cálculo dos Recolhimentos de Compulsório de Recursos à Vista	100
Quadro 3.2 - Resumo das principais características das OPM.....	123

LISTA DE TABELAS

Tabela 2.1 – Equalização cambial e Resultado do semestre (jun/16), em R\$	66
Tabela 2.2 – Cálculo do capital contábil do BCM, em milhões de pesos (2014-2018)	70
Tabela 3.1 – Estoque de OPM de absorção de liquidez do BCB em relação ao PIB, valores trimestrais (dez/2014-jun/2018)	94
Tabela 3.2 – Títulos públicos federais em posse do BCB em 30/06/18 (R\$ bilhões)	95
Tabela 3.3 – Alíquota sobre depósitos compulsórios do BCB (dez/2014-jun/2018)..	98
Tabela 3.4 – Estoque de OPM do BCM em relação ao PIB, valores trimestrais (dez/14-jun/18)	103
Tabela 3.5 – Estoque de OPM do BCR em relação ao PIB, valores trimestrais (dez/14-jun/18)	110
Tabela 3.6 – Estoque de OPM do BCT em relação ao PIB, valores trimestrais (dez/14-jun/18)	117

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 2.1 – Grau de dolarização de depósitos da Rússia e Turquia (dez/14-jun/18)	58
Gráfico 2.2 – Composição do ativo do BP do BCB (dez/14-jun/18)	63
Gráfico 2.3 – Composição do passivo do BP do BCB (dez/14-jun/18)	64
Gráfico 2.4 – Desagregação dos outros passivos do BCB, em porcentagem do balanço total (dez/14-jun/18)	65
Gráfico 2.5 – Composição do ativo do BP do BCM (dez/14-jun/18)	68
Gráfico 2.6 – Composição do passivo do BP do BCM (dez/14-jun/18)	69
Gráfico 2.7 – Composição do ativo do BP do BCR (dez/14-jun/18)	71
Gráfico 2.8 – Desagregação dos outros ativos com instituições financeiras, em porcentagem do ativo total do BCR (dez/14-jun/18)	72
Gráfico 2.9 – Composição do passivo do BP do BCR (dez/14-jun/18)	74
Gráfico 2.10 – Composição dos depósitos do governo federal em relação ao passivo total do BCR (dez/14-jun/18)	75
Gráfico 2.11 – Composição do ativo do BP do BCT (dez/14-jun/18)	76
Gráfico 2.12 – composição do passivo do BP do BCT (dez/14-jun/18)	78
Gráfico 2.13 – Participação do passivo em moeda estrangeira e em ouro em relação ao passivo total do BCT (dez/14-jun/18)	80
Gráfico 2.14 – Variação das reservas internacionais dos bancos centrais (dez/14 = 100 (esquerda) e em US\$ bilhões (direita)) , valores mensais (dez/14-jun/18)	81
Gráfico 2.15 - Participação das reservas internacionais no ativo total do banco central (dez/14-jun/18)	82
Gráfico 2.16 – Reservas internacionais em relação ao PIB (dez/14-jun/18)	83
Gráfico 2.17 – BP dos bancos centrais em relação ao PIB (dez/14-jun/18)	83
Gráfico 2.18 – Participação das operações em moeda estrangeira com residentes em relação ao ativo/passivo total, excluindo o governo federal (dez/14-jun/18)	84
Gráfico 2.19 – OPM em relação ao ativo total dos bancos centrais, valores trimestrais (dez/14-jun/18)	85
Gráfico 2.20 – OPM em relação ao passivo total dos bancos centrais, valores trimestrais (dez/14-jun/18)	86
Gráfico 2.21 – Contas de patrimônio líquido, de reavaliação e de capital (dez/14-jun/18)	89
Gráfico 2.22 - Depósitos do governo federal em relação ao passivo total do banco central – inclui moeda nacional e estrangeira (dez/14-jun/18)	89
Gráfico 3.1 – Média móvel mensal de 12 meses de estoque de OMA-compromissadas do BCB, por prazo de vencimento, em bilhões de reais (dez/14-jun/18)	96
Gráfico 3.2 – Prazo médio de vencimento das operações compromissadas (média móvel dos últimos 12 meses) – em dias úteis (dez/14-jun/18)	97
Gráfico 3.3 – Recolhimento do Compulsório pelo BCB, por modalidade, valores mensais – em R\$ bilhões (dez/14-jun/18)	98
Gráfico 3.4 – Saldo diário das Reservas Bancárias do BCB no primeiro semestre de 2018, em bilhões de R\$	101

Gráfico 3.5 – Taxa Selic e Meta Selic, Brasil (dez/14-jun/18).....	102
Gráfico 3.6 – Estoque total de títulos públicos federais utilizados nas OMA–DTPF pelo BCM, em bilhões de pesos (dez/14-jun/18)	104
Gráfico 3.7 – Estoque de Títulos de Regulação Monetária (BREMS) do BCM, em bilhões de pesos (dez/14-jun/18)	105
Gráfico 3.8 – Depósitos de Regulação Monetária dos bancos comerciais e dos bancos de desenvolvimento no BCM – em bilhões de pesos (dez/14-jun/18)	106
Gráfico 3.9 – Estoque de OPM de curto prazo do BCM, em bilhões de pesos, valores semanais (dez/14-jun/18).....	106
Gráfico 3.10 – Corredor de taxa de juros no México (dez/14-jun/18)	108
Gráfico 3.11 – OMA de injeção de liquidez do BCR, em milhões de rúpias, valores diários (dez/14-jun/18)	111
Gráfico 3.12 – OMA de absorção de liquidez do BCR, em milhões de rúpias, valores diários (dez/14-jun/18)	112
Gráfico 3.13 – SF–depósitos para absorção de liquidez do BCR, em milhões de rublos, valores diários (dez/14-jun/18)	113
Gráfico 3.14 – Corredor de taxa de juros na Rússia (dez/14-jun/18)	114
Gráfico 3.15 – RR no BCR, em bilhões de rublos (dez/14-jun/18)	114
Gráfico 3.16 – Valores diários de reservas bancárias, em bilhões de rublos (dez/14-jun/18).....	115
Gráfico 3.17 – OPM de injeção de liquidez pelo BCT, valores diários em milhões de liras turcas (dez/14-jun/18).....	117
Gráfico 3.18 – Corredor de taxa de juros na Turquia (dez/14-jun/18)	119
Gráfico 3.19 – RR na Turquia, em milhões de liras turcas (dez/14-jun/18)	122
Gráfico 3.20 – OPM de injeção de liquidez em relação ao PIB, valores trimestrais (dez/14-jun/18)	125
Gráfico 3.21 – OPM de absorção de liquidez em relação ao PIB, valores trimestrais (dez/14-jun/18)	128

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BCB	Banco Central do Brasil
BCM	Banco Central do México
BCR	Banco Central da Rússia
BCT	Banco Central da Turquia
BONDES D	<i>Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal</i>
BREMS	<i>Bonos de Regulación Monetaria</i>
BP	Balanço patrimonial
CETES	<i>Certificados de la Tesoreria de la Federacion</i>
CFG	Crise Financeira Global
DBCD	Depósitos compulsórios de bancos comerciais e de desenvolvimento de prazo indeterminado
DSGE	<i>Dynamic Stochastic General Equilibrium</i>
DTPF	Venda definitiva de títulos públicos federais
ELPM	Emergency Liquidity Provision Mechanism
FMI	Fundo Monetário Internacional
IPAB	<i>Instituto para la Protección al Ahorro Bancario</i>
LLW	<i>Late Liquidity Window</i>
NCM	Novo Consenso Macroeconômico
OMA	Operações de mercado aberto
OPM	Operações de política monetária
ROM	<i>Reserve Option Mechanism</i>
RR	Requerimentos de reserva
SF	<i>Standing facilities</i>
SMFI	Sistema monetário e financeiro internacional

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	15
CAPÍTULO 1: Banco central, implementação da política monetária e as especificidades das economias emergentes	22
1.1 A implementação da política monetária	23
1.1.1 Os instrumentos de política monetária na forma convencional de implementação	24
1.1.2 As intervenções do banco central no mercado interbancário	27
1.1.3 A implementação da política monetária por meio das políticas de BP ..	33
1.1.4 A composição do BP do banco central	37
1.2 A forma de inserção no SMFI e a implementação da política monetária em economias emergentes	41
1.2.1 A inserção das economias emergentes no SMFI	42
1.2.2 As características da implementação da política monetária nas economias emergentes	48
1.3 Considerações finais	54
CAPÍTULO 2: A composição do BP dos bancos centrais entre dezembro de 2014 e junho de 2018	56
2.1 Características específicas da forma de inserção das economias selecionadas no SMFI e dos objetivos de política monetária	57
2.2 A composição do BP dos bancos centrais	61
2.2.1 A composição do BP do BCB	62
2.2.2 A composição do BP do BCM	68
2.2.3 A composição do BP do BCR	70
2.2.4 A composição do BP do BCT	76
2.3 Análise comparativa da composição do BP dos estudos de caso	80
2.4 Considerações finais	91
CAPÍTULO 3: A implementação da política monetária em economias emergentes entre dezembro de 2014 e junho de 2018	92
3.1 A implementação da política monetária pelo BCB	93
3.2 A implementação da política monetária pelo BCM	102
3.3 A implementação da política monetária pelo BCR	109
3.4 A implementação da política monetária pelo BCT	116
3.5 Análise comparativa dos resultados	123
3.6 Considerações finais	130
CONCLUSÃO	131
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	134

INTRODUÇÃO

Esta tese realizou uma discussão sobre a composição do balanço patrimonial (BP) dos bancos centrais e a implementação da política monetária em quatro economias emergentes¹ selecionadas – Brasil, México, Rússia e Turquia – entre dezembro de 2014 e junho de 2018. Buscou-se analisar como a forma de inserção assimétrica dessas economias no sistema monetário e financeiro internacional (SMFI) contemporâneo, marcado pelo processo de globalização financeira, impacta a institucionalidade da implementação da política monetária e a composição desses balanços. Por institucionalidade, entende-se a definição dos instrumentos de política monetária, as características das operações realizadas e os ativos que podem ser utilizados como garantia para as operações.

Partindo-se da análise de Chesnais (1996), Prates (2015) define globalização financeira como a “*eliminação das barreiras internas entre os diferentes segmentos dos mercados financeiros, da interpenetração dos mercados monetários e financeiros nacionais e da sua integração aos mercados globalizados*” (p. 17). O período histórico da globalização financeira é marcado por uma maior volatilidade das taxas de juros, de câmbio e dos preços dos ativos no curto prazo, além da existência de um alto grau de contágio das turbulências financeiras do epicentro do SMFI para os demais mercados e países.

A inserção das economias emergentes no SMFI contemporâneo ocorre no contexto histórico da globalização financeira que se consolida nos anos 1980², em meio à existência de ciclos de liquidez internacional e da hierarquia de moedas³. A hierarquia de moedas refere-se à conformação de um sistema monetário internacional hierarquizado, com uma distinção entre as moedas dos países centrais e as moedas periféricas emitidas pelas economias emergentes em relação ao seu

¹ As economias emergentes referem-se às “...*economias periféricas que se inseriram no ambiente da globalização financeira, convertendo-se em economias “emergentes”*” (PRATES, 2015, p. 46). De acordo com De Conti (2011), a divisão entre países periféricos e centrais está relacionada à forma de inserção desses países no capitalismo, com os primeiros possuindo fragilidade financeira e monetária, além de dependência tecnológica e subordinação do ponto de vista político e militar.

² Vale ressaltar que a retomada dos empréstimos externos se intensificou a partir das décadas de 1960 e 1970, no contexto do euromercado. Sobre o tema, ver Helleiner (1994) e Moffit (1984).

³ A hierarquia de moedas não é uma característica apenas do SMFI contemporâneo, tendo existido em outros SMFI.

uso internacional⁴, no qual a moeda-chave é o dólar flexível, financeiro e fiduciário (DE CONTI; PRATES; PLIHON, 2014; PAULA; FRITZ; PRATES, 2017).

Um condicionante fundamental da forma de inserção no SMFI é o grau de abertura financeira das economias. Como destacado por Akyüz (1993), o grau de abertura financeira considera três diferentes níveis: 1) *inward transactions*, referentes à permissão de entrada de recursos, seja por meio de investimentos de não residentes no sistema financeiro doméstico, seja pela captação de recursos externos pelos residentes; 2) *outward transactions*, referentes à permissão de saída de recursos por parte dos residentes e ao endividamento de não residentes nos mercados financeiros domésticos; e 3) permissão para transacionar (e/ou realizar transações denominadas em) moedas estrangeiras, como depósitos bancários e empréstimos, dentro do espaço nacional.

Em relação à implementação da política monetária, de acordo com Borio e Disyatat (2009), esta pode ser realizada de duas formas distintas, mas que podem ser utilizadas de forma complementar: 1) a forma convencional, cujo objetivo operacional, nas economias contemporâneas, é a taxa de juros de curto prazo⁵; e 2) as políticas de BP, que buscam influenciar as condições financeiras de outros mercados⁶. No que diz respeito à segunda forma de implementação, o foco da tese reside na política de BP de intervenção cambial. Os autores classificam essa última como política monetária, já que a intervenção cambial pode ser realizada com o objetivo de influenciar os mecanismos de transmissão da política monetária e, consequentemente, o objetivo final – a estabilidade de preços⁷.

Como discorrem Fritz et al. (2018), nas economias emergentes há uma maior dificuldade para a implementação do regime de metas de inflação – em que o objetivo final da política monetária é a estabilidade de preços – em relação aos países centrais. De acordo com esses autores, até mesmo a literatura convencional

⁴ Enquanto as moedas emitidas pelos países centrais possuem uso internacional, as moedas emitidas pelas economias emergentes não possuem.

⁵ Historicamente, é possível analisar outros objetivos operacionais, como, por exemplo, metas quantitativas. De acordo com Bindseil (2014), existiram três tipos de objetivos operacionais: 1) o de taxa de juros de curto prazo, utilizado antes de 1914 e após 1990, com alguma utilização entre esses dois períodos; 2) o de quantidade de reservas bancárias, sendo utilizado pelos EUA entre 1920 e 1983; e 3) o de taxa de câmbio, com o atrelamento da taxa de câmbio com a moeda de outro país.

⁶ Por exemplo, a taxa de juros de longo prazo e a taxa de câmbio.

⁷ A política cambial possui um objetivo final distinto da política monetária, como, por exemplo, a redução da vulnerabilidade externa.

– como Eichengreen (2002) – reconhece algumas dessas dificuldades, como: 1) o maior *pass-through* da variação cambial aos preços; 2) a maior dificuldade da realização das previsões da taxa de inflação em decorrência da maior frequência e amplitude dos choques externos nessas economias; 3) os passivos externos serem, em grande parte, denominados em moeda estrangeira; e 4) problemas relacionados à credibilidade da política monetária. Dessa forma, a realização de intervenções cambiais, visando interferir nos mecanismos de transmissão da política monetária, é utilizada nas economias emergentes.

A hipótese da tese é que, quanto maior for grau de abertura financeira de uma economia, com destaque para o terceiro nível, haverá uma maior inter-relação entre os instrumentos de implementação da política monetária na forma convencional e de política de BP de intervenção cambial, afetando simultaneamente a liquidez no mercado interbancário, em moeda nacional, e a liquidez no mercado de câmbio, em moeda estrangeira.

O objetivo da tese é evidenciar a inter-relação desses instrumentos por meio do entendimento detalhado da mecânica de funcionamento das OPM. Para alcançar esse objetivo, é necessário analisar a institucionalidade da implementação da política monetária e o grau de abertura financeira para as economias selecionadas, de forma a compreender como essa inter-relação pode ocorrer.

Para alcançar o objetivo, a tese possui dois objetivos específicos: 1) comparar o BP dos bancos centrais selecionados, ressaltando os principais itens existentes e analisando como a forma de inserção no SMFI impacta sua composição; e 2) averiguar semelhanças e diferenças nos instrumentos e nas operações de política monetária (OPM) entre os bancos centrais selecionados.

O método utilizado para atingir o objetivo proposto foi a realização de estudos de caso – entre dezembro de 2014 e junho de 2018 – da composição do BP dos bancos centrais e da institucionalidade da implementação da política monetária. Os bancos centrais selecionados foram: Banco Central do Brasil (BCB), Banco Central do México (BCM), Banco Central da Rússia (BCR) e Banco Central da Turquia (BCT).

De acordo com Bennett e Elman (2007), um estudo de caso pode ser definido como o estudo da ocorrência de uma determinada classe de eventos de interesse do

pesquisador – no caso da tese, o BP do banco central e a institucionalidade da implementação da política monetária –, realizando a comparação dessa ocorrência entre um pequeno número de outros casos.

O método dos estudos de caso ocorre por meio de uma lógica de comparação focada e estruturada. É estruturado no sentido que o pesquisador reflete sobre questões gerais em relação ao objetivo da tese. Cada uma dessas questões é feita para cada um dos casos, de forma a guiar e criar um mesmo parâmetro de busca de dados. Assim, é possível realizar uma comparação sistemática a partir do acúmulo de informações. É focada no sentido de que lida apenas com certos aspectos do caso histórico examinado. A criação de uma gama de questões a serem pesquisadas é importante para conseguir fazer as comparações, utilizando os dados de uma melhor forma (BENNETT e ELMAN, 2007).

A classe de eventos, com os itens selecionados para análise, pode ser coletada ao longo de um período histórico, mas isso não significa que a pesquisa deva fazer uma análise do período histórico propriamente dito. Ou seja, o método do estudo de caso pode utilizar como estratégia de pesquisa a análise de determinado período histórico para colher as informações necessárias para responder especificamente ao objetivo da pesquisa. A tese, portanto, não pretende realizar uma análise da política monetária – entre dezembro de 2014 e junho de 2018 –, focando nas motivações associadas às decisões de política econômica, mas sim utilizar o período para analisar as características da composição dos balanços patrimoniais dos bancos centrais e da implementação da política monetária nos casos selecionados.

Yin (2001) argumenta que a realização de estudos de caso é um método de pesquisa viável quando o pesquisador possui dois tipos de questões: “como” e “por que”. Esses tipos de questões se alinham com os objetivos da tese. Como é realizada a implementação da política monetária nos casos selecionados? Como a forma de inserção das economias no SMFI impacta o BP dos bancos centrais e a institucionalidade da implementação da política monetária? Como o aumento do grau de abertura financeira leva a uma maior inter-relação entre os instrumentos de política monetária em sua forma convencional e de intervenção cambial? Por que o aumento do grau de abertura financeira no terceiro nível pode levar a uma maior inter-relação entre esses instrumentos?

A seleção dos estudos de caso se baseou em dois critérios. O primeiro foi a relevância dos casos selecionados para o objetivo da pesquisa, de acordo com a perspectiva teórica adotada e o período histórico definido. O segundo foi a possibilidade de realização do estudo, de acordo com a estratégia e a classe de eventos definida (composição do BP do banco central e implementação da política monetária). Ou seja, a seleção dos estudos de caso foi guiada por uma tipologia que considerou os objetivos e as estratégias (forma de chegar nesse objetivo) da tese (BENNETT e ELMAN, 2008).

Assim, selecionou-se economias que possuem uma inserção similar ao do Brasil no SMFI contemporâneo. Para tanto, partiu-se da análise da hierarquia de moedas, buscando-se por outras economias emergentes, além do Brasil. Já a escolha do período de análise (dezembro de 2014 a junho de 2018) levou em consideração a disponibilidade dos dados pelos bancos centrais selecionados. No caso do BCR, até dezembro de 2014, o *Central Bank Survey* não diferenciava os ativos do banco central com residentes denominados em moeda nacional e os denominados em moeda estrangeira. Devido à importância dessas informações para o objetivo da tese, assim como da utilização do caso de um banco central que possuísse um elevado grau de abertura financeira no terceiro nível, optou-se por iniciar a análise em dezembro de 2014.

A importância da pesquisa está relacionada a uma análise mais detalhada da institucionalidade da implementação da política monetária e da composição dos balanços de cada um dos bancos centrais selecionados. A análise comparativa permite averiguar, dada a forma de inserção das economias no SMFI, quais são as características específicas e os denominadores comuns dos casos analisados.

A forma de análise proposta pela tese é pertinente porque ela possibilita um maior foco na dinâmica do balanço dos bancos centrais e na institucionalidade da implementação da política monetária. Grande parte das pesquisas sobre política monetária nos últimos anos deixou de lado essas questões em função da teoria macroeconômica predominante desde a década de 1990, com o Novo Consenso Macroeconômico (NCM), que foca nos mecanismos de transmissão da política

monetária, destacando sua estratégia⁸. Tal abordagem afastou do debate temas como a composição do balanço dos bancos centrais e a institucionalidade da implementação da política monetária, privilegiando os modelos de mecanismos de transmissão.

Além dessa introdução e das considerações finais, a tese está estruturada da seguinte forma:

O Capítulo 1 discorre sobre aspectos teóricos e conceituais em relação à implementação da política monetária, incluindo: 1) a distinção entre a implementação e a estratégia de política monetária; 2) a análise das duas formas de implementação da política monetária; 3) os instrumentos de política monetária; 4) as intervenções do banco central no mercado interbancário; 5) as características das políticas de BP; e 6) a análise da composição do BP de um banco central.

Ainda no Capítulo 1, discute-se a forma de inserção das economias emergentes no SMFI contemporâneo, discorrendo sobre os impactos sobre a institucionalidade da implementação da política monetária nesses países. Em relação a essa inserção, é discutido o processo de globalização financeira, os ciclos de liquidez internacional e a existência de uma hierarquia de moedas no SMFI.

No Capítulo 2 são apresentados os estudos de caso em relação à composição do BP dos bancos centrais selecionados, entre dezembro de 2014 e junho de 2018. Em um primeiro momento, foram feitas algumas considerações sobre o grau de abertura financeira, o regime cambial e o objetivo operacional e final de política monetária adotado pelas economias selecionadas. Após isso, realizou-se uma análise individual de cada banco central selecionado, destacando os principais itens existentes no BP.

Ainda no Capítulo 2, busca-se analisar como a forma de inserção no SMFI impacta a composição dos balanços, considerando a reavaliação dos estoques e os fluxos de entrada e saída de recursos. Como será visto, a dinâmica diferenciada de

⁸ O principal modelo macroeconômico de estratégia de política monetária adotado pelos bancos centrais, a partir da década de 1990, derivou do NCM, baseado em um referencial teórico em que a moeda é neutra no longo prazo, com as contribuições das escolas Novo Clássica, do Ciclo Real de Negócios e dos Novos Keynesianos (GOODFRIEND e KING, 1997; SNOWDON e VANE, 2012; WOODFORD, 2003). O modelo de transmissão de política monetária – a estratégia de política monetária – utilizado nesse arcabouço teórico é baseado nos *dynamic stochastic general equilibrium framework* (DSGE), seguindo a Regra de Taylor, com as variações da taxa de juros de curto prazo pelo banco central (objetivo operacional) sendo transmitida para o restante da economia.

cada banco central altera a importância relativa dos itens analisados, destacando a participação de operações denominadas em moeda estrangeira com residentes para o caso das economias com alto grau de abertura financeira no terceiro nível.

No Capítulo 3 realiza-se estudos de caso referentes à institucionalidade da implementação da política monetária, em sua forma convencional, sendo dado o devido peso não só a quais instrumentos e operações têm sua utilização permitida em cada um dos casos, mas também a participação efetiva de cada um deles. Foi realizada uma comparação entre as diferentes características das OPM dos bancos centrais selecionados, analisando-se as principais similaridades e diferenças, com destaque para a possibilidade de utilização de operações denominadas em moeda estrangeira para a gestão da liquidez em moeda nacional.

CAPÍTULO 1: Banco central, implementação da política monetária e as especificidades das economias emergentes

O Capítulo 1 discorrerá sobre aspectos teóricos e institucionais relacionados à implementação da política monetária e à composição do BP do banco central, além de discutir a forma de inserção assimétrica das economias emergentes no SMFI contemporâneo. A discussão de tais aspectos é necessária uma vez que eles embasam os estudos de caso discutidos nos capítulos 2 e 3.

A primeira parte do Capítulo 1 – o item 1.1 – discutirá conceitos relacionados à política monetária. A política monetária pode ser dividida em duas dimensões: a implementação (ou táticas) e a estratégia (ou macroeconomia monetária)⁹ (BINDSEIL, 2004; BORIO e ZABAI, 2016; FULLWILER, 2013). Em relação a essas duas dimensões, a tese realizará uma discussão apenas sobre a implementação da política monetária, discorrendo sobre a forma de manutenção do objetivo operacional de atingir a meta da taxa de juros; as políticas de BP; os instrumentos e as OPM; as características das intervenções do banco central no mercado interbancário; e a composição do BP do banco central.

A segunda parte do capítulo – o item 1.2 – analisará como a inserção assimétrica das economias emergentes no SMFI condiciona a composição do BP dos bancos centrais e a implementação da política monetária. Além disso, discutirá como o avanço da conversibilidade interna da moeda – com a possibilidade de

⁹ A discussão sobre a estratégia de política monetária está fortemente associada à forma como determinada teoria macroeconômica explica como funcionam os mecanismos de transmissão entre o objetivo operacional (taxa de juros de curto prazo, por exemplo) e o objetivo final (estabilidade de preços, por exemplo). A estratégia de política monetária pode ser dividida em dois elementos. O primeiro está relacionado ao modelo macroeconômico dos mecanismos de transmissão da política monetária do banco central; ou seja, a teoria que descreve como variações do objetivo operacional impactarão o objetivo final. Nas economias contemporâneas, predomina-se a busca da estabilidade de preços como objetivo final, por meio de um regime de metas de inflação. O segundo – dentro desse modelo macroeconômico – está relacionado à forma que o banco central ajustará o objetivo operacional (taxa de juros de curto prazo, por exemplo), de acordo com os acontecimentos na economia, e comunicará para o público, de modo a influenciar os objetivos intermediários e/ou finais (BINDSEIL, 2004). O funcionamento dos canais de transmissão da política monetária é de grande importância para o sucesso da estratégia de política monetária, já que o banco central possui o controle absoluto sobre a manutenção da taxa de juros de curto prazo em um patamar previamente determinado, mas não sobre as demais. Os mecanismos de transmissão ocorrem nos mercados financeiros, por meio das taxas de juros de curto prazo para os demais ativos financeiros da economia.

operações em moeda estrangeira no espaço nacional – pode levar a uma maior inter-relação entre os instrumentos de implementação da política monetária, em sua forma convencional, e os instrumentos de intervenção cambial.

1.1 A implementação da política monetária

A construção da institucionalidade da implementação da política monetária permite ao banco central o controle do objetivo operacional. Esse objetivo é uma variável que pode ser determinada pelo banco central (como a meta para a taxa de juros de curto prazo), com o intuito de influenciar o objetivo final (estabilidade de preços, por exemplo), conforme os mecanismos de transmissão da política monetária presentes nos modelos utilizados pelo banco central¹⁰ (BINDSEIL, 2004). A implementação da política monetária consiste em três elementos¹¹:

- 1) A seleção do objetivo operacional;
- 2) O estabelecimento da estrutura operacional; e
- 3) A utilização dos instrumentos, em uma base diária, para manter o objetivo operacional na meta estabelecida.

Para a implementação da política monetária, o banco central utiliza os instrumentos a sua disposição, assim como influencia as expectativas dos agentes econômicos, de forma a manter a confiança de que o banco central está focado em seu objetivo final. De acordo com Disyatat (2008), a forma de implementação da política monetária é de extrema importância, já que é o primeiro passo para a sua transmissão para o restante da economia. Há duas formas de implementação da política monetária discutidas na literatura:

¹⁰ De acordo com Bindseil (2014), o objetivo operacional deve ter as seguintes características: 1) ser controlado (influenciado) pelo banco central; 2) ser economicamente relevante, no sentido de que contribua para influenciar o objetivo final da política monetária; 3) definir a orientação da política monetária, no sentido de que é determinado pelo comitê do banco central responsável pela tomada dessas decisões; e 4) contribuir para guiar o comitê responsável pela implementação da política monetária nas decisões futuras.

¹¹ Dependendo da forma como é realizada a implementação da política monetária, pode haver metas intermediárias, sendo as mais comuns os agregados monetários e a taxa de juros de longo prazo.

- 1) A forma convencional, em que o banco central possui o controle direto sobre o objetivo operacional. Ocorre no mercado interbancário (relações diretas entre o banco central e o sistema bancário), sendo a meta para a taxa de juros de curto prazo o principal objetivo operacional (BINDSEIL, 2004). A taxa de juros determinada pelo banco central é exógena, no sentido em que a estratégia de política monetária define o nível adequado e a implementação se incumbe de colocá-la nesse nível; e
- 2) As políticas de BP, que buscam influenciar as condições financeiras de outros mercados, visando impactar o objetivo final da política monetária¹² (BORIO e DISYATAT, 2009; BORIO e ZABAI, 2016). De forma geral, as políticas de BP não possuem um objetivo operacional definido, como no caso da forma convencional.

Como será discutido ao longo do capítulo, as duas formas de implementação da política monetária são implementadas de forma independente, mas podem ser utilizadas de forma complementar, visando atingir o objetivo final.

O item 1.1.1 analisará os instrumentos de política monetária utilizados na implementação da forma convencional. Os itens 1.1.2 e 1.1.3 discutirão, respectivamente, as intervenções do banco central no mercado interbancário e as políticas de BP. O item 1.1.4 discorrerá sobre a forma de divisão do BP do banco central.

1.1.1 Os instrumentos de política monetária na forma convencional de implementação

A estrutura operacional definirá quais instrumentos de política monetária¹³ serão utilizados e como serão realizadas as operações nos mercados monetários e

¹² O debate em relação às políticas de BP – nos países centrais –, ganhou força após a eclosão da CFG (BINDSEIL, 2004, 2014; BORIO, 1997; BORIO e DISYATAT, 2009; CARUANA, 2013; DISYATAT, 2008), após a taxa de juros de curto prazo desses países atingirem valores próximos a zero.

¹³ De acordo com Bindseil (2014), há uma certa ambiguidade na definição do que seria um instrumento de política monetária. Para o autor, isso se deve ao artigo de Poole (1970). Nos estudos de caso realizados no capítulo 3, por exemplo, há casos em que a própria instituição nomeia o

financeiros, em uma base diária, para o controle do objetivo operacional. Os três instrumentos de política monetária são (BINDSEIL, 2004, 2014; GRAY e TALBOT, 2006):

- 1) operações de mercado aberto (OMA);
- 2) *standing facilities*¹⁴ (SF);
- 3) requerimentos de reservas (RR).

As OMA são definidas como OPM¹⁵ conduzidas sob iniciativa do banco central. Essas operações têm sido utilizadas regularmente e se tornaram o principal instrumento de política monetária para manter a taxa de juros de curto prazo na meta. De acordo com Bindseil (2004), existem diferentes tipos de OMA, com as seguintes dimensões de análise:

- 1) Forma de colocação no mercado, com os procedimentos de leilões podendo ser realizados com taxa de juros fixa¹⁶ ou variável¹⁷. A utilização de leilões em detrimento das negociações bilaterais está assentada na ideia de o banco central não escolher, de forma discricionária, com qual instituição irá negociar. Além disso, os leilões não podem ser realizados de forma secreta, o que leva a uma maior transparência dessas operações;

corredor de taxa de juros como um instrumento ou mesmo analisa a meta da taxa de juros como um instrumento, e não como o objetivo operacional.

¹⁴ Não há um consenso em relação à utilização de um termo em português para esse instrumento. Silva Jr. (2012) e Macedo e Silva (2016) utilizam o termo em inglês, enquanto os relatórios institucionais da União Europeia, traduzidos para o português, utilizam o termo “facilidades permanentes”. No Brasil, as SF correspondem ao redesconto, regulamentado pela circular N. 3.105. O redesconto pode ser utilizado para necessidades de liquidez com vencimento no mesmo dia (intradia) ou para OPM com prazos superiores. Como será visto no capítulo 3, o redesconto não foi utilizado, de forma sistemática, no Brasil como OPM entre dezembro de 2014 e junho de 2018.

¹⁵ Quando a tese discorrer sobre as OPM, ela estará se referindo às operações realizadas para a implementação da política monetária em sua forma convencional.

¹⁶ Nos leilões com taxas de juros fixas, o banco central anuncia a taxa de juros da transação e a contraparte define a quantidade que quer obter por aquele preço/taxa. O banco central pode se comprometer a satisfazer toda a demanda do sistema bancário ou a colocar um limite para esses leilões. Caso haja um limite, cada *bid* é satisfeito por uma certa porcentagem. De forma geral, há um limite para essas operações, sendo resultado das previsões de necessidade de injeção (absorção) de liquidez do banco central em relação ao sistema bancário (BINDSEIL, 2004).

¹⁷ Nos leilões com taxas de juros variáveis, a contraparte anuncia a quantidade e a taxa de juros que estão dispostos a demandar. Após agregar todas as lances, o banco central se depara com uma curva de demanda com inclinação negativa, tendo que escolher um ponto nessa curva. Acima desse ponto, todos os lances são satisfeitos. Pode ser *american auction*, em que os ganhadores dos lances pagarão preços diferenciados, de acordo com a taxa de juros do lance, ou pode ser *dutch auction*, em que o preço a ser pago é uniforme, no ponto escolhido pelo banco central (BINDSEIL, 2004). BCE(1998, p. 27) discorre sobre a utilização de leilões de taxa variável: “Num leilão de taxa variável, as contrapartes licitam os montantes e as taxas de juro às quais pretendem efectuar as transacções com os bancos centrais nacionais”.

- 2) Forma de operacionalização. Pode ser pela compra e venda definitiva de títulos ou utilização de operações compromissadas (injeção de liquidez) e de compromissadas reversas (absorção de liquidez). No primeiro caso, é importante definir quais títulos serão utilizados – se títulos públicos federais ou títulos do banco central, por exemplo. No segundo, é essencial a definição de quais tipos de ativos podem ser utilizados como garantia para as operações compromissadas;
- 3) A frequência das operações, para que seja possível que o banco central tenha um grau de controle suficiente sobre o objetivo operacional. Os leilões podem ser diários, semanais, mensais ou até mesmo discricionários, de acordo com as necessidades do sistema;
- 4) O prazo de vencimento das operações, para saber se o banco central realiza operações estruturais de absorção/injeção de liquidez (com prazo de vencimento mais extenso), operações de ajuste fino (com menor prazo de vencimento) ou se realiza as duas; e
- 5) Se são realizadas para absorção ou injeção de liquidez no sistema.

As SF são definidas como operações realizadas sob iniciativa dos bancos comerciais¹⁸. Idealmente, podem ser realizadas a qualquer momento do horário comercial e à vontade, desde que os bancos comerciais possuam as garantias necessárias. Esse instrumento pode ser utilizado tanto para injetar (operações de crédito) quanto para absorver liquidez (operações de depósito).

As operações de crédito têm o objetivo de estabelecer um teto para a taxa de juros do mercado interbancário¹⁹ e garantir a estabilidade do sistema de pagamentos, já que é uma fonte de recursos para o sistema bancário. As operações de depósito têm o objetivo de estabelecer um piso para a taxa de juros do mercado interbancário, além de ser uma opção para os bancos de se desfazerem do excesso de liquidez. As taxas de juros cobradas nessas duas operações formam o corredor de taxa de juros, com a primeira normalmente sendo punitiva – ou seja, maior do que a taxa de juros estabelecida como meta – e a segunda sendo inferior à meta. A

¹⁸ É importante ressaltar que afirmar que as SF ocorrem por meio de demanda dos bancos comerciais não significa que isso ocorra contra a vontade do banco central. O banco central pode forçar os bancos comerciais a demandarem as SF.

¹⁹ Pela perspectiva da implementação da política monetária em sua forma convencional, o mercado para a análise é o interbancário, com as reservas bancárias. Quando se referir a mudanças no nível de liquidez, é sobre a variação desta no mercado interbancário.

existência das SF pode ser importante para que haja uma contenção da volatilidade da taxa de juros no mercado interbancário, fazendo com que esta última se mantenha dentro do corredor de juros. Entretanto, como será visto nos estudos de caso, nem todos os bancos centrais utilizam as SF, sendo importante analisar quais as utilizam para injeção ou para absorção de liquidez.

Os RR devem ser mantidos, pelo sistema bancário, em contas junto ao banco central, obedecendo às regras impostas por este último, com as definições de(a):

- 1) Base de cálculo (sobre quais passivos o RR incidirá) e alíquota imposta;
- 2) Se os RR ficam bloqueados em uma conta ou se ficam livres. Caso fiquem livres, é importante compreender o período de cálculo e o período de movimentação;
- 3) Período de cálculo, com a importância de se definir qual o número de dias em que a base de cálculo será feita e qual a defasagem entre o período de cálculo e o de manutenção das reservas (período de movimentação);
- 4) Período de movimentação, com a definição das regras em relação à quantidade de dias e da média diária necessária de reservas para satisfazer os RR²⁰;
- 5) Remuneração dos recursos; e
- 6) Tipo de recurso que é permitido depositar como RR (por exemplo, moeda em espécie, títulos públicos federais, moeda estrangeira).

Ao longo dos estudos de caso da implementação da política monetária em sua forma convencional, que serão realizados no Capítulo 3, ficará evidente que há inúmeras formas de se operacionalizar os três instrumentos discutidos (OMA, SF e RR), com diferentes regras e tipos de operações. Além disso, nem todos os bancos centrais utilizam todos os instrumentos.

1.1.2 As intervenções do banco central no mercado interbancário

²⁰ A lógica associada à média diária de reservas é de que os RR sejam cumpridos ao longo de vários dias, com as instituições mantendo na média, nesse período, um determinado nível de reservas. Essa forma de efetuação das RR permite uma flexibilidade, ao longo dos dias, para a utilização das reservas bancárias.

Para alcançar o objetivo operacional de manter a taxa de juros na meta estabelecida, os instrumentos de política monetária são utilizados para equilibrar a oferta e a demanda de liquidez (reservas bancárias)²¹ no mercado interbancário. Diariamente, as instituições financeiras deficitárias devem buscar reservas bancárias no mercado interbancário junto às instituições superavitárias ou ao banco central. Como o banco central possui o monopólio de emissão das reservas bancárias – que é um passivo da instituição –, ele atua no mercado interbancário, modificando a disponibilidade dessas reservas, levando a alterações no seu preço, que é a taxa de juros de curto prazo desse mercado. Essa atuação leva a variações no tamanho e na composição do BP do banco central. Além da utilização dos instrumentos, também é importante a forma de comunicação entre o banco central e o sistema financeiro, de forma a sinalizar a orientação de política monetária desejada – ou seja, qual a tendência para a variação futura do objetivo operacional –, moldando assim as expectativas dos agentes econômicos.

A colocação de instrumentos de política monetária no mercado interbancário, de forma complementar, pode ser utilizada para a gestão de liquidez voltada para a estabilidade financeira (FULLWILER, 2013; GANLEY, 2002; GRAY e TALBOT, 2006; JÓNSDÓTTIR, 2019; ROCHON e ROSSI, 2007). Como argumenta Rule (2012), ao contrário da implementação da política monetária, que possui um objetivo operacional a ser perseguido, a forma de se buscar a estabilidade financeira é mais complexa, pelas dificuldades de se defini-la. Uma das formas com que os bancos centrais têm contribuído para a estabilidade financeira é por meio de operações diárias nos mercados interbancários, com a utilização dos instrumentos a sua disposição, visando o bom funcionamento dos sistemas de pagamentos.

A concessão de liquidez intradia para o sistema bancário, com as operações contraídas e liquidadas no mesmo dia, é uma forma importante de manter o bom funcionamento dos sistemas de pagamentos, garantindo as necessidades de liquidez diárias do sistema. Nesse sentido, o banco central possui um papel defensivo: manter a taxa de juros na meta ao mesmo tempo em que mantém o bom funcionamento do sistema de pagamentos.

²¹ A liquidez, nesse sentido, é definida como a quantidade de reservas bancárias disponível para o sistema bancário.

Além da utilização de instrumentos de política monetária para manter o pleno funcionamento do sistema de pagamentos, o banco central pode realizar operações emergenciais de liquidez, buscando lidar com problemas específicos de instituições bancárias. Essas operações, que possuem um caráter individualizado, não se enquadram como um instrumento de política monetária, já que possuem outras características para sua efetivação. Aceitam, por exemplo, ativos mais arriscados como garantias.

A dimensão e os prazos de vencimento das OPM, assim como a contrapartida contábil para a realização dessas operações, terão consequências nos mercados financeiros, podendo impactar os mecanismos de transmissão da política monetária. Esses impactos ocorrem de acordo com a institucionalidade existente e a necessidade de liquidez diária das economias. Isso pode ser exacerbado no caso de economias emergentes, com as operações compensatórias em relação à política de BP de intervenção cambial.

É necessário discutir também o sistema utilizado para manter a taxa de juros na meta estabelecida, com a adoção do sistema possuindo consequências sobre a forma de implementação da política monetária. De acordo com Bindseil (2016), um sistema de corredor deve ter especificações em 5 quesitos diferentes, sendo:

- 1) Características dos RR, com o número de dias do período de movimentação, em que se deve cumprir a média diária do período. Caso o período de movimentação seja de um dia, não existindo uma média a ser cumprida, a tendência é de que exista OMA diárias;
- 2) Corredor simétrico ou assimétrico, com o corredor assimétrico sendo mais complexo – tanto para o banco central quanto para o sistema financeiro – levando a uma maior volatilidade da taxa de juros do mercado interbancário;
- 3) Espessura do corredor (diferença entre as taxas de juros cobradas nas operações de crédito e depósito);
- 4) Forma de leilão das OMA, com o banco central definindo uma taxa de juros fixa ou uma quantidade fixa de operações; e
- 5) Amplitude do déficit (superávit) de liquidez do sistema bancário que será coberto por OPM de curto prazo.

Um dos principais sistemas para se manter a taxa de juros do mercado interbancário na meta estabelecida é o de corredor simétrico (LAVOIE, 2014). Neste sistema, o banco central anuncia a meta da taxa de juros do objetivo operacional e estabelece um corredor simétrico ao redor dessa taxa de juros. No teto do corredor estão as SF de operações de crédito²², por meio das quais o banco central concede liquidez para o sistema bancário. No piso, estão as SF de operações de depósito, que permitem a absorção de liquidez. Se, mesmo após as OMA o sistema bancário estiver em uma posição deficitária em relação ao banco central, a liquidez necessária será ofertada pela taxa cobrada nas SF de operações de crédito, podendo ser compreendida como uma taxa punitiva. Caso haja um excesso de liquidez após as OMA, o sistema bancário procurará o banco central para estabelecer SF de operações de depósito – normalmente a taxas de juros inferiores à meta operacional –, se desfazendo do excesso de liquidez. Em condições normais, a taxa de juros do mercado interbancário estará próxima da meta estabelecida no objetivo operacional, como será visto nos estudos de caso.

Quanto menor a probabilidade de utilização das SF, menor será a tendência de volatilidade da taxa de juros do mercado interbancário. Em institucionalidades em que o corredor é muito estreito, a taxa de juros do mercado interbancário tende a se manter bem próxima da meta; ou seja, das taxas de juros cobradas nas OMA (GRAY e TALBOT, 2006)²³.

Quanto mais amplo for o corredor de taxa de juros – ou seja, com uma tendência de a taxa de juros punitiva ser maior –, maior será o estímulo para que os bancos ou utilizem o mercado interbancário para pegar empréstimos ou passem a manter um maior montante de reservas voluntárias. Nesse sentido, as operações de crédito no teto da taxa de juros só serão utilizadas em última instância (GRAY e TALBOT, 2006). De acordo com Fulwiller (2013), se o sistema bancário tiver confiança de que não necessitará recorrer às SF, com taxas de juros punitivas, menor será a demanda por reservas bancárias totalmente livres (que não são utilizadas para satisfazer os RR).

²² Bindseil (2016) utiliza o termo *credit operations*, em inglês, para as operações de concessão de crédito do banco central para o sistema bancário. As operações de crédito, nesse caso, seriam uma das formas do banco central conceder liquidez ao sistema bancário.

²³ Como será visto no capítulo 3, no caso do Brasil a implementação da política monetária, em sua forma convencional, é realizada sem a utilização recorrente das SF, em que a taxa de juros do mercado interbancário se mantém sempre próxima à meta.

No sistema de corredor de juros simétrico, variações na meta da taxa de juros de curto prazo podem ser realizadas sem qualquer mudança na quantidade de reservas bancárias. Isso ocorrerá se a variação da meta da taxa de juros de curto prazo – que fica ao centro do corredor – for acompanhada de uma mudança, no mesmo montante, do restante do corredor de juros. Analogamente, uma mesma meta de taxa de juros pode existir com quantidades diferentes de reservas bancárias, dependendo da amplitude do corredor de juros. Isso é chamado de *decoupling principle*. As variações no objetivo operacional, portanto, podem ser alcançadas sem modificações no BP do banco central. O que importa são as variações das características do corredor de juros (BINDSEIL, 2004; BORIO e DISYATAT, 2009; DISYATAT, 2008; FULLWILER, 2013). Nesse sentido, as OPM de injeção e de absorção de liquidez são utilizadas para acomodar a demanda por reservas bancárias em relação às variações nos fatores autônomos e nas expectativas dos agentes.

A implementação da política monetária, em sua forma convencional, pode ser realizada em um contexto de superávit estrutural ou de déficit estrutural de liquidez do sistema bancário em relação ao banco central. Aamodt e Tafjord (2013) definem a posição estrutural de liquidez como o nível de reservas bancárias do sistema bancário antes da realização das OPM de absorção ou de injeção de liquidez²⁴. Como argumenta Jónsdóttir (2019), esta seria a posição de liquidez antes de qualquer intervenção do banco central.

A posição de liquidez do sistema bancário influenciará a atuação do banco central, potencialmente, em relação: 1) à forma de intervenção no mercado interbancário, injetando ou absorvendo recursos; 2) aos possíveis efeitos nos mecanismos de transmissão da política monetária; 3) à composição e ao tamanho do BP da instituição; e 4) ao resultado financeiro da instituição (GANLEY, 2002; GRAY, 2006).

Em uma situação em que o banco central é prestador líquido de recursos para o sistema bancário – por meio de OPM, em uma base diária –, este último está

²⁴ Ganley (2002) afirma que um superávit de liquidez ocorre quando o aumento da quantidade de reservas bancárias é maior, de forma persistente, do que a quantidade de liquidez que é absorvida pelo banco central. Agénor e Aynaoui (2010) definem o excesso de liquidez do sistema bancário como a acumulação involuntária de reservas bancárias pelo sistema bancário.

em uma posição de liquidez estrutural deficitária em relação ao banco central. Na situação inversa, em que o banco central é tomador líquido de recursos, o sistema bancário está em uma posição de liquidez estrutural superavitária.

Quando há um déficit estrutural de liquidez no sistema bancário, afirma-se que o BP do banco central é *liability driven*, pois existe uma demanda no sistema por reservas bancárias – passivo do banco central. De forma contrária, quando há um superávit estrutural de liquidez no sistema bancário, afirma-se que o banco central é *asset driven*. Por exemplo, o acúmulo de reservas internacionais leva a um aumento no ativo do banco central, resultando em uma expansão das reservas bancárias pelo lado do passivo. Essa expansão do ativo leva a uma necessidade de OPM compensatórias para absorver o excesso de liquidez existente no sistema bancário (GRAY, 2006; RULE, 2015).

De acordo com Gray (2006), as três principais fontes de superávit de liquidez no sistema bancário são: 1) acúmulo de reservas internacionais pelo banco central, com destaque para o caso dos economias emergentes; 2) financiamento monetário do banco central para a autoridade fiscal; e 3) operações de salvamento, de caráter emergencial, para instituições financeiras específicas.

Para Gray e Talbot (2006), os bancos centrais preferem operar em um ambiente em que o sistema bancário possua um déficit estrutural de liquidez em relação à instituição. Quando o sistema bancário está em déficit, ele é forçado a tomar emprestado do banco central, já que esse possui o monopólio da oferta, no agregado, das reservas bancárias. Torres (1999) afirma que, quando há um excesso de reservas bancárias, o sistema financeiro pode se tornar menos sensível às sinalizações do banco central.

Na situação em que o sistema bancário está com superávit estrutural junto ao banco central, os bancos não precisam, a princípio, participar das OPM de absorção de liquidez realizadas pelo banco central. Nesse caso, o sistema bancário pode decidir manter o excesso de reservas bancárias em conta corrente ou trocá-las por ativos em moeda estrangeira. Entretanto, manter o excesso de reservas bancárias em conta corrente pode não ser uma decisão economicamente viável, já que na maioria das institucionalidades o excesso de reservas bancárias rende juros mais baixos, ou até mesmo não possui rendimentos. A possibilidade de troca das

reservas bancárias por moeda estrangeira dependerá do grau de abertura financeira do país. Além disso, caso a troca de reservas bancárias por moeda estrangeira ocorra, o efeito colateral será uma absorção de liquidez, satisfazendo as necessidades do banco central, mesmo que esta não tenha ocorrido por meio dos instrumentos passíveis de serem utilizados pela instituição.

Independentemente da posição estrutural de liquidez do banco central em relação ao sistema bancário, a experiência ao redor do mundo mostra que é possível definir um sistema de gestão da liquidez que opere de forma efetiva e sem grandes dificuldades (JÓNSDÓTTIR, 2019).

Para as decisões de gestão de liquidez do banco central, é importante compreender se as variações nos itens do BP são o resultado de mudanças nos fluxos ou nos estoques (GRAY e TALBOT, 2006). O aumento do BP do banco central, resultante do fluxo de entrada de ativos em moeda estrangeira (acúmulo de reservas internacionais), terá como contrapartida o aumento da quantidade de reservas bancárias, levando a um aumento da liquidez no mercado interbancário. Já o aumento do BP da instituição advindo da reavaliação do valor das reservas internacionais (estoque) em função da variação cambial não levará ao aumento da quantidade de reservas bancárias²⁵, mantendo inalterada a liquidez. Nesse último caso, em um primeiro momento, a reavaliação do ativo – de acordo com a institucionalidade do banco central – levará à variação correspondente de algum item não monetário do passivo, como por exemplo do item capital, reservas ou conta de reavaliação.

1.1.3 A implementação da política monetária por meio das políticas de BP

Borio e Disyatat (2009) buscam criar um quadro geral para refletir sobre as políticas monetárias não convencionais²⁶ adotadas pelos países centrais após a eclosão da Crise Financeira Global (CFG), em 2008. Frente aos problemas

²⁵ Entretanto, essa reavaliação pode levar, de acordo com a institucionalidade existente, a transferências do banco central para o Tesouro Nacional, pelo impacto que tem nos resultados do banco central, como será detalhado no capítulo 2 para cada um dos casos.

²⁶ *Unconventional monetary policies* (política monetária não convencional, em português).

relacionados aos mecanismos de transmissão da política monetária em decorrência da crise, alguns bancos centrais passaram a utilizar medidas adicionais para influenciar o nível das taxas de juros de longo prazo, e não mais focar apenas no objetivo operacional da taxa de juros de curto prazo²⁷ (BINDSEIL, 2014).

Borio e Disyatat (2009) chamam tais medidas de políticas de BP (*balance sheet policies*²⁸). Em um ambiente em que variações no nível de liquidez em determinados mercados podem levar a problemas nos mecanismos de transmissão da política monetária, a forma como o banco central implementa influencia os modelos macroeconômicos da estratégia da política monetária (MEHRLING, 2014). Mehrling (2011) argumenta que a política de BP discutida por Borio e Disyatat (2009) nada mais é do que uma resposta às necessidades dos sistemas monetários e financeiros contemporâneos de cada país. Dessa forma, dependendo da motivação associada, pode ser utilizada tanto em períodos de crises como em tempos normais. Enquanto nos países centrais as políticas de BP têm sido utilizadas em períodos de crises financeiras ou de busca de retomada de crescimento, nas economias emergentes essas políticas têm sido utilizadas constantemente, por meio da intervenção cambial.

Para compreender a motivação associada à utilização das políticas de BP é preciso discutir a sua influência sobre os mecanismos de transmissão da política monetária para a curva de juros e para os preços dos ativos. Isso pode ocorrer por meio de três canais: 1) pelas variações da taxa de juros de curto prazo, com esse canal sendo diretamente controlado pelo banco central; 2) pela inclinação da curva de juros da economia, partindo da taxa livre de risco (que é a taxa de juros de curto prazo do banco central), parcialmente controlada pelo banco central por meio de uma condução transparente e com boa comunicação com o público; e 3) pela utilização de instrumentos que atinjam diretamente determinado mercado, com influência parcial do banco central. Enquanto o primeiro e o segundo mecanismos de

²⁷ Ao longo das crises financeiras, como argumenta Bindseil (2014), o objetivo operacional de taxa de juros de curto prazo deixa de ser suficientemente efetivo. Isso porque, na forma convencional de implementação da política monetária, o banco central influencia os preços dos demais ativos financeiros da economia apenas por meio de mudanças na taxa de juros de curto prazo, sendo transmitidas para o restante dos mercados.

²⁸ Termo cunhado por Borio e Disyatat (2009).

transmissão estão associados à forma convencional de implementação da política monetária, o terceiro está relacionado às políticas de BP.

Borio e Disyatat (2009) e Borio e Zabai (2016) definem as políticas de BP como políticas de ajuste da dimensão e da composição do BP do banco central, com o intuito de balizar as expectativas dos agentes em relação aos movimentos futuros do BP da instituição, visando influenciar as condições financeiras da economia, de acordo com o mercado em que se atua.

Borio e Disyatat (2009) destacam que a utilização de políticas de BP é bem anterior à CFG. Os exemplos mais comuns dessas políticas são as intervenções nos mercados cambiais, com destaque para as economias emergentes. Mehrling (2014), ao analisar a distinção realizada por Borio e Disyatat (2009) em relação às duas formas de implementação da política monetária, afirma que as políticas de BP podem ser consideradas como uma extensão da técnica de acúmulo de reservas internacionais para outros ativos financeiros.

A classificação das políticas de BP realizadas por Borio e Disyatat (2009) e Borio e Zabai (2016) leva em consideração dois critérios: 1) como as políticas alteram a estrutura dos balanços do setor privado; e 2) o mercado específico que se busca atingir. Considerando esses dois critérios de classificação, os autores chegam a quatro formas diferentes de implementar uma política de BP: 1) política de reservas bancárias; 2) políticas de crédito, visando o mercado de dívida privada (crédito e títulos); 3) política de gestão quasi-fiscal; e 4) política de intervenção nos mercados cambiais (*exchange rate policy*)²⁹. Para os propósitos da tese, o foco será a última forma. Os dois mecanismos de transmissão dessas políticas são: 1) o canal da sinalização; e 2) o impacto das operações na composição dos portfólios dos agentes privados.

Durré e Pill (2008) argumentam que, após a CFG, muitos bancos centrais implementaram políticas que levaram a modificações no tamanho e na composição do BP, indo além da utilização do objetivo operacional convencional de taxa de juros. O objetivo dessas medidas³⁰ tem variado entre os países, sendo os principais: 1) estímulo adicional para a economia, em países em que a taxa de juros de curto

²⁹ Borio e Zabai (2016) discutem apenas os quatro principais bancos centrais (dos EUA, da zona do euro, da Inglaterra e do Japão) e, portanto, não focam a análise nas intervenções cambiais.

³⁰ Os autores as chamam de *non-standard central bank measures*.

prazo atingiu níveis próximos a zero, buscando diminuir as taxas de juros de longo prazo; 2) suporte aos mercados, com o banco central assumindo a intermediação, expandindo as operações de refinanciamento e assegurando acesso à liquidez em moeda doméstica; e 3) gestão dos fluxos internacionais de capitais, com o provimento de liquidez em moeda estrangeira para os agentes privados nacionais³¹.

As políticas de BP podem ser implementadas de forma complementar à forma convencional, visando impactar o objetivo final. A implementação ocorre, ainda, de forma independente da forma convencional. Contudo, para manter a taxa de juros na meta estabelecida, o banco central deverá realizar, quando necessário, OPM compensatórias em relação à variação da liquidez resultante das políticas de BP.

Nas políticas de BP, o banco central não possui o controle direto sobre o objetivo operacional, já que busca influenciar os preços de ativos para os quais não possui o monopólio de emissão, como no caso da determinação da meta de taxa de juros de curto prazo (BORIO e ZABAI, 2016). Como afirmam Borio e Disyatat (2009, p. 5):

In certain situations, however, the central bank may wish to affect broader financial conditions more directly, actively using its balance sheet to that effect. In contrast to interest rate policy, by their very nature such operations generally result in substantial changes in the central bank balance sheet – in terms of size, composition and risk profile. The reason is that they target market segments that go well beyond that for bank reserves and over which the central bank has far less control. We will refer to such operations as *balance sheet policy*.

Stone, Fujita e Ishi (2011) discutem a utilização do BP (*Unconventional Central Bank Balance Sheet Policies*) como instrumento para suporte à estabilidade financeira e à estabilidade macroeconômica, com a provisão de liquidez em moeda nacional e em moeda estrangeira. No que diz respeito à atuação dos bancos centrais com moeda estrangeira, em que estaria inserida a política de BP de intervenção cambial, a divisão ocorre conforme exposto no quadro 1.1:

³¹ De acordo com Durré e Pill (2008), esse último ponto está relacionado à literatura que discute intervenções cambiais, com a existência dos *sudden stops* dos fluxos de capitais para as economias emergentes.

Quadro 1.1 - Políticas de BP (não convencionais) dos bancos centrais envolvendo operações denominadas em moeda estrangeira

Objetivo	Política	Quando deve ser utilizado
Estabilidade financeira	Provisão de liquidez em moeda estrangeira para os mercados locais.	Apropriado para utilização quando há falta de liquidez de moeda estrangeira, ameaçando contaminar a economia real.
Estabilidade macroeconômica	Intervenção, em larga escala, nos mercados cambiais.	Efetivo para bancos centrais críveis, com o objetivo de limitar a apreciação e depreciação cambial no curto prazo.

Fonte: Stone, Fujita e Ishi (2011).

No caso da política de BP de intervenção cambial, o banco central altera a exposição do setor privado em relação a ativos denominados em moeda estrangeira, buscando influenciar o nível e/ou a volatilidade da taxa de câmbio, ao mesmo tempo em que mantém uma meta de taxa de juros (STONE, FUJITA e ISHI, 2011). Essas políticas foram realizadas por diversas economias emergentes, visando lidar com a fuga de capital e seus impactos sobre a taxa de câmbio, como será discutido no item 1.2.

1.1.4 A composição do BP do banco central

A análise da composição do BP do banco central é uma forma de se compreender as características da implementação da política monetária (BINDSEIL, 2004; RULE, 2015), seja pela forma convencional, seja pelas políticas de BP. A implementação da política monetária leva a modificações no BP do banco central, o que induz à necessidade de se discutir sobre quais ativos o banco central deveria incorporar no BP e com qual objetivo. Como argumenta Goodhart (2010, p. 9): “...*the essence of central banking lies in its power to create liquidity, by manipulating its own balance sheet*”. Gray e Talbot (2006) também discutem a necessidade de se analisar o BP dos bancos centrais. Caruana (2013) reafirma a importância da análise do balanço dos bancos centrais, evidenciando a evolução do total de ativos dos bancos

centrais dos países centrais e o acúmulo de reservas internacionais dos países asiáticos ao longo do tempo.

Por meio da análise do BP do banco central é possível refletir sobre o foco do banco central em relação à gestão dos ativos e passivos para a operacionalização das suas demais atribuições. Ainda mais, torna possível verificar as relações contábeis da instituição com os demais agentes da economia, com destaque para o sistema bancário, a autoridade fiscal e os não residentes. A compreensão da estruturação do BP do banco central, portanto, é essencial para a análise dos objetivos da instituição (metas de inflação, taxa de câmbio ou a resposta a uma crise financeira).

Rule (2015) discute a importância de se compreender o BP dos bancos centrais, já que a maior parte do passivo da instituição (papel-moeda e reservas bancárias) é utilizada para liquidação final de todas as transações da economia. O autor argumenta que, apesar da importância, o tema havia sido deixado de lado antes da eclosão da CFG. Mesmo assim, ainda continua fora de grande parte da literatura acadêmica. Como pondera Macedo e Silva (2016, p. 8):

Não faltam estudos sobre o papel contemporâneo dos bancos centrais, às vezes vistos como o lócus por excelência da definição e da administração da política macroeconômica. Entretanto, se o tema é amplamente conhecido, o árduo caminho por nós proposto para estudá-lo é inovador: o estudo das demonstrações financeiras dos bancos centrais. Até onde sabemos, essa intrincada peça contábil não tem recebido atenção da comunidade acadêmica. Entretanto, os balanços dos bancos centrais são uma fonte muito rica de informações acerca das imbricações entre agentes públicos e privados. Os balanços refletem decisões privadas de residentes e não residentes, assim como expressam opções de política pública. A conjunção de ambas pode implicar grandes e rápidas mudanças, tanto na composição quanto no próprio volume de ativos e passivos do Banco Central, com as devidas contrapartidas nos portfólios dos bancos e de outros agentes, financeiros e não financeiros.

A liquidez do mercado interbancário – dada pela quantidade ofertada de reservas bancárias – é influenciada por dois movimentos principais no BP do banco central, que buscam se compensar: as mudanças nos componentes do BP que não estejam relacionados às OPM – os chamados fatores autônomos – e as próprias

OPM, cujo propósito é manter o objetivo operacional na meta estabelecida. Quando há um aumento dos valores dos itens do ativo e do passivo, pode ocorrer, respectivamente, uma injeção e uma absorção de liquidez no mercado interbancário. O resultado das variações dos fatores autônomos e das OPM determina a quantidade de reservas bancárias, que possui um caráter residual³². A divisão do BP do banco central proposto por Bindseil (2004) pode ser verificada no quadro 1.2.

Quadro 1.2 - BP ideal de um banco central

ATIVO	PASSIVO
FATORES AUTÔNOMOS	
Injeção de liquidez	Absorção de liquidez
Reservas Internacionais	Moeda em circulação
	Depósitos do governo federal
Outros ativos	Outros passivos
	Capital e reservas
OPERAÇÕES DE POLÍTICA MONETÁRIA	
Injeção de liquidez	Absorção de liquidez
OMA	OMA
SF	SF
	RR
	Reservas Bancárias

Fonte: Bindseil (2004, p. 48). Elaboração própria.

Os fatores autônomos são definidos como itens do balanço do banco central que não estão associados às OPM – ou seja, ao controle do objetivo operacional. Entre os principais fatores autônomos, pelo lado do ativo, destacam-se as reservas internacionais. Pelo lado do passivo³³, destacam-se a moeda em circulação, os depósitos do governo e o capital. Entretanto, dependendo do caso específico analisado, pode haver outros fatores autônomos relevantes. Quando há variações nesses itens, é possível que ocorra uma mudança no nível de liquidez do sistema bancário³⁴ - variação na quantidade de reservas bancárias –, levando a uma tendência de mudança da taxa de juros do mercado interbancário. Para manter a

³² Em função do caráter residual das reservas bancárias e do foco da análise na liquidez no mercado interbancário, o passivo monetário (moeda em circulação e reservas bancárias) é desagregado, já que a moeda em circulação é considerada um fator autônomo.

³³ Quando a tese se referir ao “passivo total” ou “pelo lado do passivo”, estão inclusos tanto o passivo exigível quanto o passivo não exigível (patrimônio líquido).

³⁴ Por exemplo, o acúmulo de reservas internacionais leva ao aumento da liquidez do sistema bancário e o aumento de depósitos do governo leva a uma queda dessa liquidez.

taxa de juros na meta, o banco central atua para compensar essa mudança no nível de liquidez, por meio das OPM³⁵.

Como apontam Macedo e Silva e De Conti (2017), alguns fatores autônomos possuem certa sazonalidade, permitindo maior previsibilidade em relação à atuação dos bancos centrais na gestão de liquidez, entre os quais: moeda em circulação e conta única do Tesouro Nacional. Entretanto, existem outros fatores autônomos que não possuem nenhum tipo de periodicidade definida, entre os quais: acúmulo de reservas internacionais, *swaps* cambiais, operações emergenciais de liquidez, entre outros.

A forma como os depósitos do governo e a conta de patrimônio líquido (que estaria dentro do item capital e reservas) impactará as OPM dependerá da institucionalidade existente em relação ao registro de cada um desses itens, como será analisado nos estudos de caso. No caso dos depósitos do governo, enquanto em alguns países o tesouro federal é obrigado a manter uma conta unificada no banco central – a conta única³⁶ – em que receberá todas as receitas e a partir da qual efetivará todos os gastos, em outros não há essa obrigação, com o tesouro tendo a permissão de manter contas no sistema bancário. Nesse último caso, a coleta de impostos e a realização dos gastos por parte da autoridade monetária ocorre sem qualquer variação do nível de liquidez do sistema bancário.

A quantidade de reservas bancárias no sistema, por sua vez, é definida pelo comportamento dos fatores autônomos e pelas OPM do banco central, também de acordo com a institucionalidade existente (AAMODT e TAFJORD, 2013).

Muitas vezes é difícil saber quais componentes são fatores autônomos e quais estão relacionados às OPM. Um desses casos é o do acúmulo de reservas internacionais. Como argumenta Bindseil (2004, p. 50):

Unfortunately, it is sometimes not obvious how the balance sheet items should be divided between autonomous factors and monetary policy instruments, especially in the case of outright holdings of domestic and even foreign exchange securities. For domestic outright securities, it may be unclear whether they are to be assigned to

³⁵ Para uma análise mais aprofundada da divisão do BP do banco central, ver Macedo e Silva (2016).

³⁶ Ver Pattanayak e Fainboim (2010) para uma discussão sobre as características de uma conta única. Em teoria, essa conta única poderia ser em algum banco comercial, mas a maioria dos países a mantém no banco central. Delinear quais os limites da conta única é uma tarefa importante, devendo ser realizada levando em consideração os aspectos institucionais e legais de cada país.

investment purposes (that is, to autonomous factors) or to *monetary policy*. The relevant question in this context should be what determines the composition and, more importantly, the size of the portfolios. If monetary policy considerations dominate these two dimensions, then the portfolios should be assigned to the monetary policy instruments category. As for foreign exchange reserves, they could be considered as a monetary policy item in the event that the central bank has specified an exchange rate target.

Entretanto, caso pressuposta a existência de duas formas distintas de implementação da política monetária – a convencional e a de política de BP de intervenção cambial –, pode-se argumentar que, para a manutenção do objetivo operacional em sua forma convencional, o acúmulo de reservas internacionais é um fator autônomo, pois levará à necessidade de realização de operações compensatórias. O termo autônomo utilizado para designar as reservas internacionais, no caso da forma convencional, está associado apenas ao objetivo de manutenção da taxa de juros na meta estabelecida e não à determinação do patamar da taxa de juros, sendo esse patamar determinado pela estratégia de política monetária.

1.2 A forma de inserção no SMFI e a implementação da política monetária em economias emergentes

Para discutir as características da implementação da política monetária – tanto pela forma convencional quanto pela política de BP de intervenção cambial – e a composição do balanço dos bancos centrais nas economias emergentes, é necessário considerar a forma de inserção dessas economias no SMFI contemporâneo, assim como as implicações da mesma sobre a maneira como se dá a implementação da política monetária.

No que diz respeito à forma convencional de implementação da política monetária – com a taxa de juros de curto prazo como objetivo operacional –, é necessário analisar como a inserção das economias emergentes no SMFI impacta a liquidez do mercado interbancário em moeda nacional, levando à necessidade da realização de OPM para manter o objetivo operacional na meta estabelecida. Ou

seja, como são criados condicionantes para a implementação da política monetária em sua forma convencional.

Em relação à implementação da política monetária por meio da política de BP de intervenção cambial nas economias emergentes³⁷, é preciso discutir as motivações associadas à sua realização, além dos instrumentos utilizados e dos impactos sobre o balanço do banco central. Além disso, é importante discutir a relação entre os conceitos de política de BP de intervenção cambial e de política cambial.

Por fim, é preciso avaliar como o aumento do grau de abertura financeira no terceiro nível, com a conversibilidade interna da moeda, cria uma maior inter-relação entre os instrumentos de implementação da política monetária em sua forma convencional e de intervenção cambial. Ou seja, avaliar como o grau de abertura financeira cria uma dinâmica na qual os instrumentos são colocados de forma simultânea, na mesma operação.

A seção 1.2.1 discorrerá sobre a forma de inserção das economias emergentes no SMFI contemporâneo, com esse SMFI sendo caracterizado pelo processo de globalização financeira, em meio à existência da hierarquia de moedas e dos ciclos de liquidez internacional. Busca-se evidenciar a inserção assimétrica das economias emergentes nesse sistema. A seção 1.2.2 analisará as características da implementação da política monetária nas economias emergentes.

1.2.1 A inserção das economias emergentes no SMFI

Como mencionado na Introdução, a inserção das economias emergentes no SMFI contemporâneo ocorre no contexto histórico da globalização financeira que se consolida nos anos 1980, em meio à existência de ciclos de liquidez internacional e da hierarquia de moedas.

³⁷ De acordo com Borio e Disyatat (2009) e Mehrling (2014), predominam, nas economias emergentes, as políticas de BP de intervenções cambiais. Somado a isso, a tese busca discutir como a forma de inserção dessas economias no SMFI condicionou essas políticas. Dessa forma, dentre as diferentes formas de políticas de BP discutidas no capítulo, a tese discorrerá apenas sobre as políticas de BP de intervenções cambiais.

De acordo com Rey (2015), os movimentos nos mercados financeiros internacionais – compreendidos como variações nos níveis de liquidez internacional – estão associados aos Ciclos Financeiros Globais, determinados pelas expectativas dos agentes econômicos e pela política monetária dos principais países centrais. Destaca-se a política monetária dos EUA, implementada pelo *Federal Reserve* (Fed, o banco central norte-americano), emissor da moeda-chave do sistema monetário internacional.

Chen et al. (2015) buscam mostrar os efeitos das políticas monetárias não convencionais (*quantitative easing*) nas economias emergentes. Os autores destacam as evidências de que o simples anúncio da implementação dessas políticas influencia significativamente o preço dos ativos financeiros dessas economias, com queda dos rendimentos dos títulos públicos e privados, aumento do preço das ações e compressão do CDS (*credit default swap*).

Para Biancarelli (2007), a fase ascendente dos ciclos de liquidez internacional estaria associada à busca por maiores rendimentos em ativos com maiores riscos, denominados nas moedas das economias emergentes. Os fatores determinantes para as características dos ciclos de liquidez na globalização estão centrados nos países centrais, principalmente na política monetária, com destaque para a norte-americana. Na mesma linha de pensamento, Akyüz (2012) argumenta que, após a CFG, a política monetária de *quantitative easing* e de manutenção da taxa de juros de curto prazo próximas a zero nos países centrais, com destaque para os EUA, foi responsável pelo direcionamento de fluxos de capitais especulativos para os países emergentes, em busca de rendimentos.

Ou seja, os efeitos da política monetária e as expectativas dos agentes econômicos desses países são transmitidos para o restante do mundo, por meio das conexões estabelecidas no SMFI. Nesse sentido, a implementação da política monetária nas economias emergentes terá que considerar os efeitos da variação do nível de liquidez e, conseqüentemente, da entrada e saída de capitais internacionais. Os impactos dos ciclos de liquidez internacional – no contexto histórico da globalização financeira – sobre a implementação da política monetária dependerão da posição do país na hierarquia de moedas, do regime cambial (incluindo os instrumentos utilizados) e da abertura financeira.

Em relação à inserção diferenciada das economias nacionais em um SMFI, a tese adota a perspectiva baseada na teoria do estruturalismo latino-americano e na contribuição dos trabalhos de Keynes. O estruturalismo, desenvolvido por Prebisch (1949) e discutido nos textos da CEPAL, divide os países entre centro e periferia, de acordo com o formato da inserção da economia nacional na divisão internacional do trabalho, no que tange às assimetrias tecnológicas/produtivas, macroeconômicas e financeiras (OCAMPO, 2001). No caso da contribuição de Keynes, o autor, na década de 1930, já ressaltava os desafios impostos pela dinâmica assimétrica de um SMFI ancorado em uma moeda-chave para a adoção de políticas orientadas para o crescimento e o pleno emprego (PAULA; FRITZ; PRATES, 2017).

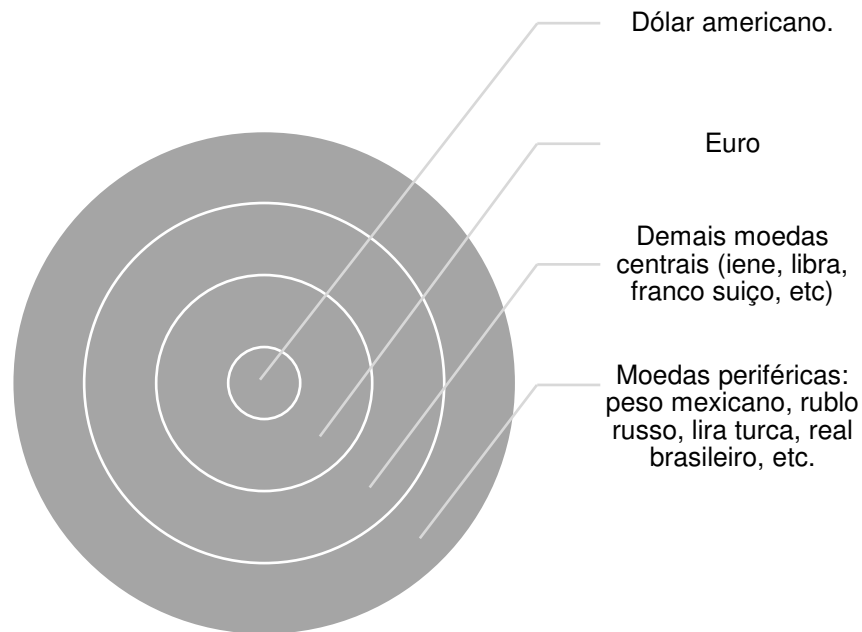
A hierarquia de moedas refere-se à inserção assimétrica das economias nacionais no SMFI, com a conformação de um SMFI hierarquizado, ancorado em uma moeda-chave, sendo essa hierarquia estabelecida de acordo com a capacidade de uma moeda desempenhar, internacionalmente, as três funções clássicas: meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor (CARNEIRO, 1999; PRATES, 2002; DE CONTI et al 2014; PAULA; FRITZ; PRATES, 2017)³⁸.

Para a estilização da hierarquia monetária – considerando o uso das moedas no plano internacional –, a análise baseia-se em De Conti e Prates (2018), como proposto na Figura 1.1³⁹. De acordo com esses autores, há quatro principais posições no SMFI contemporâneo: 1) no centro, o dólar norte-americano, moeda-chave do sistema; 2) o euro, que se difere das demais moedas centrais, mas não possui o mesmo patamar que o dólar americano; 3) as demais moedas centrais, que desempenham as funções da moeda no plano internacional, mas de forma menos relevante; e 4) por último, as moedas periféricas, que não desempenham as funções da moeda no plano internacional.

Figura 1.1 - A hierarquia monetária internacional (moedas selecionadas de acordo com o giro nos mercados cambiais globais)

³⁸ Cohen (1998) propõe a existência de uma hierarquia ilustrada por meio de uma pirâmide, elaborando o conceito de *geography of money*, com a existência de uma diferença entre o espaço geográfico de fronteira nacional e o espaço em que essa moeda nacional é aceita.

³⁹ Giro (*turnover*) nos mercados cambiais globais – participação das moedas. O total é de 200%.



Fonte: Elaboração própria, baseado em De Conti e Prates (2018).

A existência de uma hierarquia no SMFI leva à assimetria monetária. Como argumenta Prates (2002, p. 152):

A assimetria monetária diz respeito à hierarquia de moedas no sistema monetário internacional... além da posição superior da moeda-chave, posicionada no “topo” da hierarquia de moedas, existe uma assimetria no sistema monetário internacional entre as moedas dos países centrais e aquelas dos países periféricos. No sistema atual, o dólar constitui o núcleo do sistema hierarquizado... a partir do qual se posicionam, de forma também hierarquizada, as outras moedas.

Somado à assimetria monetária, também há uma assimetria financeira. A assimetria financeira possui duas dimensões: 1) os determinantes dos fluxos de capitais para os países emergentes, que seriam, em última instância, exógenos a esses países; e 2) a inserção marginal dos países emergentes nos fluxos de capitais internacionais.

As assimetrias monetária e financeira levam à existência de uma assimetria macroeconômica (PRATES, 2002 e 2015). Em relação às políticas macroeconômicas, parte-se da perspectiva de que a inserção de um país no SMFI caracterizado pela globalização financeira, por si só, leva a uma restrição da

autonomia da política monetária. Isso ocorre devido à existência de uma dualidade impossível (FLASSBECK, 2001; REY, 2015), com a abertura financeira restringindo a autonomia da política monetária, independentemente do regime cambial. Somado a isso, há a existência de uma assimetria macroeconômica entre os países, com diferentes graus de autonomia das políticas macroeconômicas (PRATES, 2002). Considerando a hierarquia de moedas, quanto mais distante for a posição da moeda em relação ao centro, menor será o grau de autonomia das políticas macroeconômicas. Com a globalização financeira, as assimetrias se tornam ainda maiores, impondo mais restrições para a adoção de políticas macroeconômicas por parte das economias emergentes (OCAMPO, 2013; PRATES, 2015). A hierarquia de moedas tem sido uma característica fundamental de SMFI anteriores, mas ela se torna ainda mais prejudicial para os países emergentes na globalização financeira (FRITZ et al., 2018).

Andrade e Prates (2013), por meio de uma análise keynesiana de retorno esperado de um ativo, discorrem sobre o comportamento dos mercados cambiais: espera-se um aumento da demanda por ativos mais arriscados (moedas nacionais periféricas) nos momentos de otimismo e fuga para as moedas nacionais centrais nos momentos de aumento da preferência pela liquidez. No SMFI contemporâneo, a hierarquia de moedas leva a uma maior volatilidade das taxas de câmbio e de juros para as economias emergentes, além de um patamar superior para a taxa de juros, implicando restrições para a política monetária nacional.

Dessa forma, a dualidade impossível e a hierarquia de moedas impõem graus diferenciados de autonomia de política monetária, principalmente para os países emergentes.

Em relação ao processo de abertura financeira⁴⁰ das economias, Akyüz (1993) estabelece três níveis, como discutido na Introdução. Como argumenta Prates (2015), quanto maior o grau de abertura financeira, menor será o grau de autonomia das políticas cambial e monetária. Enquanto muitos países possuem o primeiro e o segundo nível de abertura financeira bem avançados, existem grandes diferenças no avanço em relação ao terceiro nível, como será discutido no Capítulo 2.

⁴⁰ O processo de abertura financeira é compreendido como um processo de eliminação dos controles de capitais, levando à integração dos mercados monetários e financeiros nacionais ao SMFI.

Quanto ao regime cambial, desde o final da década de 1990 e início dos anos 2000, a maioria das economias emergentes passou a adotar, *de jure*, regimes de câmbio flutuante⁴¹. Entretanto, *de facto*, o regime cambial predominante tem sido o de flutuação suja, com diferentes níveis de intervenção (LEVY-YEYATI e STURZENEGGER, 2005). Como argumenta Prates (2015, p. 55):

Dessa maneira, no caso das economias emergentes, a dinâmica da taxa de câmbio nominal no contexto da globalização financeira dependerá da gestão do regime de flutuação suja, ou seja, da política cambial, que consiste no *modus operandi* do regime de câmbio vigente.

A globalização financeira tem evidenciado a importância da discussão sobre o papel a ser desempenhado pelos bancos centrais. Na dimensão internacional, é preciso pensar não apenas na proeminência do dólar norte-americano como moeda reserva do mundo, mas também na existência de um mercado monetário global, denominado em dólar, que impacta as características e os condicionantes da implementação da política monetária dos bancos centrais, além da estabilidade financeira dos diversos mercados e países. Apesar de cada banco central realizar uma “proteção” nacional, o Fed é a instituição de proteção do sistema em última instância (MEHRLING, 2014). É nessa dinâmica que devem ser compreendidas as características, na dimensão nacional, da política de BP de intervenção cambial por parte das economias emergentes e os condicionantes impostos para a implementação da política monetária em sua forma convencional.

Com os interesses nacionais divergindo dos interesses internacionais, os bancos centrais emissores de moedas centrais focam em ações para a economia doméstica. Enquanto os bancos centrais nacionais dos países do topo da hierarquia afetam as condições monetárias e financeiras do resto do mundo, os bancos centrais das economias emergentes atuam de modo a se proteger dos efeitos adversos dos ciclos financeiros globais, buscando manter a estabilidade macroeconômica e financeira.

⁴¹ Nos anos 1990, destacava-se a utilização do regime de câmbio administrado (fixo ou bandas cambiais).

Banchs e Mollejas (2010), ao discutirem a configuração assimétrica do SMFI, com a divisão entre países que emitem moedas reservas⁴² e países que acumulam essas moedas – que nos termos da tese seriam as reservas internacionais –, argumentam que essa dinâmica terá reflexos no BP dos bancos centrais. Uma das manifestações da inserção assimétrica no SMFI é a existência de diferentes composições do BP dos bancos centrais entre os países centrais e as economias emergentes: em particular, o elevado montante de reservas internacionais no lado do ativo dos balanços dos bancos centrais desses últimos países⁴³.

Na próxima seção será analisada como a forma de inserção assimétrica das economias emergentes impacta a implementação da política monetária, tanto pela realização da política de BP de intervenção cambial como pelos condicionantes que são criados para a implementação da política monetária em sua forma convencional. Além da discussão sobre os impactos dessa inserção assimétrica na implementação da política monetária, será analisado como o maior grau de abertura financeira no terceiro nível possibilita uma maior inter-relação entre os instrumentos de implementação da política monetária em sua forma convencional e de intervenção cambial.

1.2.2 As características da implementação da política monetária nas economias emergentes

A implementação da política monetária nas economias emergentes, no contexto da globalização financeira, dependerá – entre outros fatores domésticos e institucionais de cada banco central⁴⁴ – do grau de abertura financeira e do regime cambial adotado, tanto para a manutenção do objetivo operacional de taxa de juros de curto prazo como para a política de BP de intervenção cambial. Além disso, deve-se discorrer sobre como um maior grau de abertura financeira no terceiro nível influencia a possibilidade de uma maior inter-relação entre os instrumentos de

⁴² Os autores discorrem sobre a diferenciação dentro do grupo dos países que emitem moedas reservas, com uma maior importância dos EUA.

⁴³ Entre os países centrais, a exceção é o Banco Central do Japão, que possui um grande estoque de reservas internacionais.

⁴⁴ Como por exemplo, dos principais fatores autônomos em cada caso.

implementação da política monetária, em sua forma convencional, e de intervenção cambial.

Antes de analisar as características da implementação da política monetária nas economias emergentes, torna-se necessário discorrer sobre a definição de política cambial, além dos instrumentos utilizados na sua implementação. Essa discussão é importante para a compreensão da relação entre a implementação de política monetária por meio da política de BP de intervenção cambial e a política cambial que, no que diz respeito aos instrumentos utilizados, tratam do mesmo fenômeno.

Entretanto, é importante frisar que não existe um consenso em relação à definição de política cambial, tanto na literatura acadêmica como nos relatórios institucionais e discursos dos bancos centrais. Somado a isso, o próprio termo “política cambial” não é utilizado, de maneira frequente, pelo *mainstream* (ABOUCHEID, 2018). Para os objetivos desta tese, será discutido o conceito de política cambial considerando apenas as intervenções cambiais⁴⁵, englobando quatro definições de política cambial presentes na literatura, como discutido por Abouchéid (2018), com a amplitude do conceito sendo aumentado, para cada definição:

- 1) Considera-se como política cambial as transações dos bancos centrais no mercado de câmbio que são esterilizadas e que tenham como intuito influenciar a taxa de câmbio⁴⁶. Ou seja, se considera apenas o mercado à vista;
- 2) Política cambial seria mais ampla que a primeira, incluindo as operações com derivativos⁴⁷;
- 3) Política cambial como a realização de “*qualquer transação que altera a posição líquida em moeda estrangeira do setor público*” (PRATES, 2007, p. 8), englobando, além das operações nos mercados à vista e de derivativos, as operações, tanto denominadas quanto indexadas, de dívida em moeda estrangeira⁴⁸; e

⁴⁵ Macalos (2018) discorre sobre a política cambial podendo ser dividida entre as regulações sobre os fluxos de capitais e as intervenções cambiais.

⁴⁶ Edison (1990); Dominguez (1998); Moreno (2005) e Jurgensen (1983).

⁴⁷ Jurgensen (1983).

⁴⁸ Archaer (2005).

- 4) Além das operações discutidas nas três definições anteriores, a política cambial incluiria as operações com moeda estrangeira fora do mercado de câmbio⁴⁹.

Para a realização da política cambial, os principais instrumentos discutidos pela literatura são: 1) compra e venda de moeda ou títulos soberanos denominados em moeda estrangeira para as operações no mercado à vista; e 2) compra e venda de câmbio nos mercados futuros, *forward*, *swaps* e operações, para as operações nos mercados de derivativos (ADLER e TOVAR, 2013; PRATES, 2015; ROSSI, 2014)⁵⁰. As operações nos mercados de derivativos podem ser *deliverable*, quando liquidadas em moeda estrangeira, e *non-deliverable*, quando liquidadas em moeda nacional. Operações *non-deliverable* não requerem a existência prévia de reservas internacionais.

Os dois conceitos – o de implementação da política monetária por meio da política de BP de intervenção cambial e o de política cambial – se sobrepõem, tratando do mesmo fenômeno. Como os dois conceitos se sobrepõem em sua implementação, os próprios instrumentos utilizados são os mesmos.

As intervenções dos bancos centrais nos mercados cambiais estão relacionadas ao “medo de flutuar” (*fear of floating*) (AIZENMANN, LEE e RHEE, 2004; CALVO e REINHART, 2002), devido: 1) ao elevado *pass-through* nos países emergentes, buscando proteger a economia nacional de pressões inflacionárias advindas da variação cambial; e 2) ao motivo precaucional, associado à estabilidade financeira, com o acúmulo de reservas denominadas na moeda-chave do SMFI, para serem utilizadas nas fases de baixa dos ciclos financeiros globais⁵¹ (AIZENMAN, JINJARAK e PARK, 2010; AIZENMANN, LEE, & RHEE, 2004).

O acúmulo de reservas internacionais pelo motivo precaucional – relacionado à estabilidade financeira – está associado a três principais benefícios: 1) permitir ao país se assegurar no caso de uma corrida contra a moeda nacional, sendo uma

⁴⁹ Adam e Henderson (1983). De acordo com Abouchedid (2018), um exemplo dessa forma de intervenção seriam as compras de dólares, pelo BCM, das divisas da PEMEX.

⁵⁰ Para um resumo das características dos principais instrumentos de intervenção cambial, ver Macalos (2018).

⁵¹ De acordo com Aizenman, Jinjarak e Park (2010), analisando o caso asiático, uma interpretação plausível para o acúmulo de reservas internacionais foi a da necessidade de garantir uma quantia considerável de recursos em moeda estrangeira – *international liquidity* – para se proteger de futuras crises financeiras, quando há o desaparecimento da liquidez internacional.

demonstração pública de comprometimento com a estabilidade financeira; 2) disponibilizar liquidez, em moeda estrangeira, para as instituições domésticas, principalmente em tempos de instabilidade financeira; e 3) influenciar o mercado a reduzir o prêmio de risco do país (CGFS, 2011). Todos esses benefícios podem influenciar os mecanismos de transmissão da política monetária.

Filardo e Yetman (2012) analisam a expansão ocorrida no BP dos bancos centrais de países asiáticos entre 2001 e 2010, destacando o acúmulo de reservas internacionais e discutindo os riscos financeiros associados às modificações no tamanho e na composição desses balanços. Para os autores, o acúmulo de reservas internacionais foi o efeito colateral de uma estratégia de política monetária focada em resistir à apreciação da taxa de câmbio. A consequência dessa estratégia para a composição do passivo dos bancos centrais foi diferenciada, mas com o amplo uso do instrumento de política monetária de RR⁵². Para os autores, a reflexão em relação ao BP de um banco central é crucial. Como questionam Filardo e Yetman (2012, p. 10-11):

First, central bank balance sheets are a means to policy ends. They represent the available financial resources with which central banks pursue their policy objectives. In this sense, the special nature of central bank balance sheets gives central banks the unique ability within the broader government sector to take on such policy mandates as lender of last resort status and price stability. And since the beginning of the International Financial Crisis, there has been greater awareness of the potential role that central banks have in using their balance sheets in crisis resolution.

Canuto e Cavallari (2017) mostram a tendência, nos últimos anos, de aumento do tamanho dos balanços dos bancos centrais tanto de economias emergentes como centrais, além de analisarem os principais instrumentos de política monetária utilizados. Nos países centrais, a adoção de políticas de BP⁵³ resultou em um grande excesso de reservas bancárias, impactando o tamanho e a composição do BP dos bancos centrais. Já nas economias emergentes, houve o acúmulo de reservas internacionais devido, em parte, aos efeitos das políticas monetárias dos

⁵² A injeção de liquidez no sistema bancário, advindo do acúmulo de reservas internacionais, foi esterilizado, de acordo com os autores, com o uso de RR.

⁵³ Os autores a chamam de política monetária não-convencional.

países centrais⁵⁴, também impactando o tamanho do BP dos bancos centrais. Percebe-se o efeito da política monetária dos países centrais nos ciclos financeiros globais e de como essa dinâmica impacta a implementação da política monetária das economias emergentes.

Para a análise da política de BP de intervenção cambial é importante verificar a atuação dos bancos centrais em moeda estrangeira tanto nos mercados à vista como nos mercados de derivativos cambiais. As características dessas operações dependerão, em parte, do grau de abertura financeira.

O grau de abertura financeira é de extrema importância para definir as características da implementação da política monetária por meio da política de BP de intervenção cambial, assim como dos possíveis condicionantes para a implementação da política monetária em sua forma convencional. Isso porque, variações nas reservas internacionais poderão levar à necessidade de OPM compensatórias para a manutenção da taxa de juros de curto prazo na meta estabelecida.

Em relação à política de BP de intervenção cambial, o maior grau de abertura financeira nos dois primeiros níveis impactará o volume e a composição dos fluxos de capitais internacionais para o país em questão. O grau de abertura financeira no terceiro nível moldará as características das operações realizadas, por exemplo, a forma de liquidação dos *swaps* cambiais (em moeda estrangeira ou em moeda nacional, mas indexados em uma moeda estrangeira).

O acúmulo de reservas internacionais permite aos bancos centrais das economias emergentes a realização de outras formas de intervenção cambial, como a venda de moeda estrangeira no mercado à vista e a realização de operações com derivativos *deliverables* – em que o banco central se compromete, em uma data pré-estabelecida, a vender moeda estrangeira⁵⁵. O próprio acúmulo de reservas internacionais torna possível outras formas de intervenção. Por outro lado, as

⁵⁴ A adoção de políticas monetárias não-convencionais por parte dos bancos centrais dos países centrais levou a uma forte redução das taxas de juros nesses países, levando à busca, por parte dos investidores, por maiores rendimentos em outros mercados, com destaque para as economias emergentes.

⁵⁵ A princípio, o banco central não necessitaria ter a posse de moeda estrangeira no momento da realização da operação, mas necessitaria no momento de liquidação da mesma.

operações *non-deliverables*, com liquidação em moeda nacional, não necessitam do acúmulo prévio de reservas internacionais.

A política de BP de intervenção cambial possui efeitos diretos e indiretos na composição do balanço dos bancos centrais. Diretamente, por meio da utilização dos instrumentos de intervenção cambial, indiretamente, de acordo com a institucionalidade existente e a relação entre os diferentes itens do balanço, por meio da reavaliação dos estoques e dos fluxos de resultado, como será discutido no Capítulo 2.

No que diz respeito aos impactos para a implementação da política monetária em sua forma convencional, o volume de entrada e de saída dos fluxos de capitais internacionais poderá levar a intervenções cambiais, resultando em variações na liquidez em moeda nacional, estabelecendo condicionantes para a manutenção da taxa de juros na meta estabelecida. O acúmulo de reservas internacionais, pelo lado do ativo do banco central, leva à expansão da liquidez no mercado interbancário, resultando em uma tendência de queda da taxa de juros de curto prazo do mercado interbancário. Para manter essa taxa de juros na meta estabelecida, o banco central atuará utilizando os instrumentos disponíveis para absorver o excesso de liquidez resultante desse processo. Apesar de poderem ser realizadas de forma independentes, as políticas de BP impactarão o montante das operações realizadas para a manutenção do objetivo operacional em sua forma convencional. Neste caso, as OPM compensatórias, para manter o objetivo operacional na meta, estariam sendo realizadas para neutralizar os efeitos das intervenções cambiais no mercado interbancário nacional.

O avanço da abertura financeira no terceiro nível tornará possível que as OPM utilizem moeda estrangeira, aumentando o leque de características dessas operações. Ou seja, levará a possibilidades de estruturas diferenciadas de implementação de política monetária em sua forma convencional entre as economias emergentes. O avanço da conversibilidade interna da moeda é essencial para que ocorra uma maior inter-relação entre os instrumentos de implementação da política monetária e os de intervenção cambial, em que a colocação dos dois instrumentos ocorra simultaneamente, de forma intencional.

Com o intuito de gerir a liquidez do mercado interbancário, o banco central pode realizar *swaps* de moeda nacional e estrangeira. Ou mais, pode realizar a troca de depósitos em moeda nacional por moeda estrangeira. Essa dinâmica leva a uma maior interação entre os instrumentos utilizados na implementação da política monetária (em sua forma convencional) e de intervenção cambial, já que, por utilizar operações envolvendo moeda nacional e estrangeira, pode impactar a liquidez do mercado interbancário, em moeda nacional, e a taxa de câmbio, simultaneamente.

A existência da conversibilidade interna da moeda – resultado do avanço da abertura financeira no terceiro nível – pode levar à dolarização da economia⁵⁶. De acordo com Ponomarenko et al. (2013), a análise do processo de dolarização é de extrema importância para melhor compreender a implementação da política monetária uma vez que pode impactar a preferência dos residentes em relação à posse de diferentes moedas no espaço nacional, criando dilemas adicionais para a gestão de liquidez do banco central. A dolarização da economia também possui grande influência sobre a estabilidade do sistema bancário, já que pode levar ao aumento do endividamento externo, denominado em moeda estrangeira, por parte dos residentes, dificultando a atuação do banco central como prestador em última instância.

1.3 Considerações finais

Neste capítulo foram discutidos aspectos teóricos e conceituais relacionados à implementação da política monetária, destacando as duas formas de implementação – a convencional e as políticas de BP –, os instrumentos utilizados – OMA, SF, e RR – e suas características, além da divisão do balanço do banco central – com os fatores autônomos e as OPM. Destaca-se que as duas formas de implementação podem ser realizadas de forma complementar, visando impactar o

⁵⁶ De acordo com Ponomarenko et al. (2013), a dolarização de uma economia pode ser calculada a partir da participação dos depósitos em moeda estrangeira em relação aos depósitos totais. Ponsot (2003) discute a questão da dolarização levando em consideração a possibilidade de uma dolarização plena, que substitua a moeda nacional, ou a do estabelecimento de um *currency board*, com a manutenção de uma taxa de câmbio fixa.

objetivo final, mas independentemente, no que diz respeito aos instrumentos necessários.

Em seguida, foi discutida a forma de inserção assimétrica das economias emergentes no SMFI, de modo a evidenciar como essa inserção impacta a implementação da política monetária, condicionando a realização da política de BP de intervenção cambial e a implementação em sua forma convencional.

Por fim, foi discutido como o grau de abertura financeira impacta a implementação da política monetária, com destaque para como a conversibilidade interna da moeda possibilita uma maior inter-relação entre os instrumentos de política monetária e de intervenção cambial.

Realizada essa análise, torna-se possível passar para a realização dos estudos de caso dos bancos centrais selecionados – BCB, BCM, BCR e BCT. Enquanto o Capítulo 2 focará na composição do BP dos bancos centrais, o Capítulo 3 discorrerá sobre a implementação da política monetária em sua forma convencional.

CAPÍTULO 2: A composição do BP dos bancos centrais entre dezembro de 2014 e junho de 2018

O objetivo do capítulo é realizar a análise da composição do BP dos bancos centrais das quatro economias emergentes selecionadas (Brasil, México, Rússia e Turquia) entre dezembro de 2014 e junho de 2018, evidenciando como a forma de inserção no SMFI contribuiu para impactar a dinâmica dessa composição, tanto pela reavaliação dos estoques⁵⁷ como pelos fluxos de entrada e saída de recursos. Ou seja, busca-se analisar como a forma de inserção assimétrica no SMFI, discutida no Capítulo 1, impacta o balanço de cada banco central, de acordo com a institucionalidade existente. Em cada um dos estudos de caso, a importância dos itens analisados variará, de acordo com as características específicas de cada BP. Destacam-se, nesta análise, os seguintes itens:

- 1) Reservas internacionais, considerando a importância relativa desse item em cada um dos bancos centrais;
- 2) Instrumentos de intervenção cambial nos mercados de derivativos, quando utilizados pelo banco central, destacando as características dessas operações para cada caso;
- 3) Operações em moeda estrangeira no espaço nacional, considerando os ativos e passivos do banco central em moeda estrangeira com residentes, como reflexo do grau de abertura financeira no terceiro nível;
- 4) OPM compensatórias para manter a taxa de juros de curto prazo (objetivo operacional) na meta estabelecida;
- 5) Depósitos do governo federal, destacando a importância de compreensão da institucionalidade existente; e
- 6) Capital, patrimônio líquido e conta de reavaliação, averiguando a forma de contabilização dos resultados.

No item 2.1 são discutidas as características específicas da forma de inserção das economias selecionadas no SMFI, além do objetivo operacional e final da

⁵⁷ A reavaliação dos estoques se refere à variação dos valores dos ativos e dos passivos em função de variações na taxa de juros e na taxa de câmbio. Por exemplo, o valor das reservas internacionais, medidos em moeda nacional, variará de acordo com a taxa de câmbio, assim como o valor dos títulos – caso forem pré-fixados – variará de acordo com mudanças na taxa de juros.

política monetária. No item 2.2 será realizado uma análise individual da composição de cada BP entre dezembro de 2014 e junho de 2018. O item 2.3 fará uma análise comparativa, averiguando como a forma de inserção no SMFI pode impactar na composição do balanço dos bancos centrais. No item 2.4 serão realizadas considerações finais.

2.1 Características específicas da forma de inserção das economias selecionadas no SMFI e dos objetivos de política monetária

Antes da realização dos estudos de caso é necessário discutir algumas características da forma de inserção das economias emergentes selecionadas no SMFI, como: o grau de abertura financeira, o regime cambial adotado – incluindo as formas de intervenção nesse mercado –, o objetivo operacional e o objetivo final da política monetária.

A importância da análise do grau de abertura financeira para cada caso está associada à forma como ocorrem as relações contábeis do banco central com o setor externo e de como a possibilidade de conversibilidade interna da moeda impacta a composição do balanço dos bancos centrais e as características das OPM utilizadas.

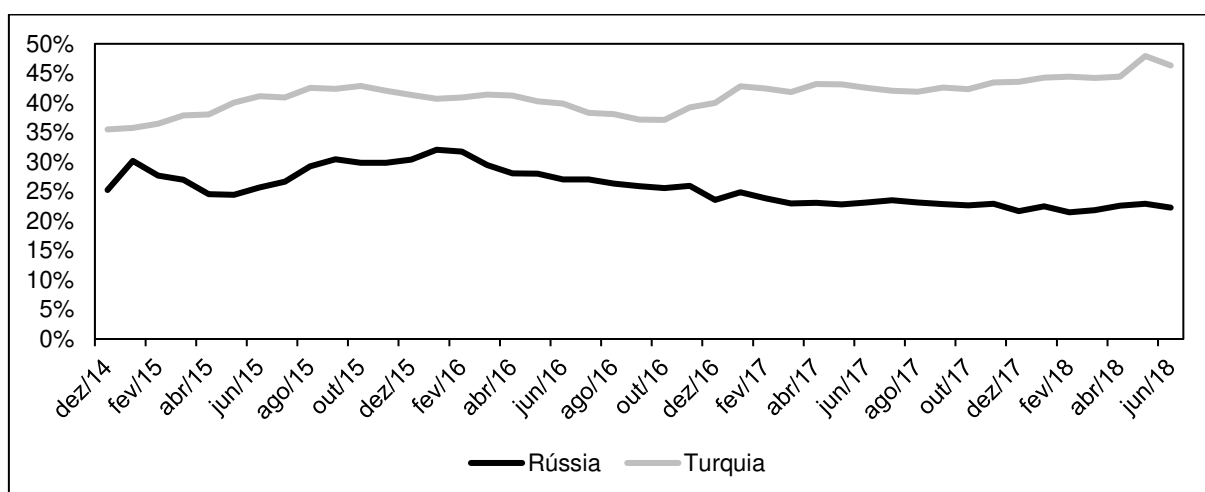
As economias selecionadas para os estudos de caso passaram por um amplo processo de abertura financeira a partir das décadas de 1980 e 1990⁵⁸. Em todos os casos, houve um grande aumento da abertura financeira no primeiro e no segundo nível – *inward transactions* e *outward transactions* –, com a possibilidade de entrada e de saída de recursos, por residentes e não residentes. O avanço do grau de abertura financeira nos dois primeiros níveis, como discutido no Capítulo 1, impacta o volume e a composição dos fluxos de capitais internacionais, levando à possibilidade de realização da política de BP de intervenção cambial, tanto no mercado à vista – com o acúmulo de reservas internacionais – como nos mercados de derivativos – com destaque para os *swaps* cambiais.

⁵⁸ Para o processo de abertura financeira nas economias selecionadas, ver Esen (2000), Freitas e Prates (1998, 2001) e Prates (2015).

O avanço do grau de abertura financeira no terceiro nível – com a conversibilidade interna da moeda – leva à possibilidade, formal, de que sejam realizadas e liquidadas operações em moeda estrangeira no espaço nacional, como discutido no Capítulo 1. Em relação a esse terceiro nível, houve graus diferentes de avanço que, por sua vez, levaram a diferentes graus de dolarização. Entre os países selecionados, destacou-se a dolarização dos depósitos nos casos da Rússia e Turquia, com impactos tanto na composição do BP do banco central como na forma de implementação da política monetária. Uma das formas possíveis de se analisar a dolarização de uma economia ocorre por meio da dolarização de depósitos no sistema bancário, evidenciando a participação de depósitos em moeda estrangeira em relação ao total de depósitos.

No caso turco, há um alto grau de abertura financeira no terceiro nível, com uma forte participação de transações, no espaço nacional, em moeda estrangeira, na forma de empréstimos e depósitos. Em relação às famílias, estas podem manter depósitos em moeda estrangeira; entretanto, empréstimos em moeda estrangeira estão proibidos desde 2010 (ERGUN et al., 2017). O grau de dolarização da economia turca pode ser evidenciado pela participação dos depósitos em moeda estrangeira, que variou entre 35% e 47% no período analisado, enquanto na Rússia variou entre 20% e 32%, como demonstrado no gráfico 2.1⁵⁹.

Gráfico 2.1 – Grau de dolarização de depósitos da Rússia e Turquia (dez/14-jun/18)



No caso russo, refere-se aos Depósitos em moeda estrangeira em relação aos depósitos das famílias, das corporações não financeiras e das instituições financeiras não bancárias.

No caso turco, refere-se aos Depósitos em moeda estrangeira em relação aos depósitos das famílias e das corporações não financeiras.

Fonte: Bancos centrais nacionais. Elaboração própria.

⁵⁹ Sobre a dolarização em economias emergentes, ver Dalgic (2018).

No caso mexicano, apesar da existência parcial da conversibilidade interna da moeda, não há uma grande dolarização dos depósitos no país. Estão autorizados a manter depósitos em dólar as pessoas jurídicas (empresas) residentes em qualquer parte do país, os habitantes que estão a menos de 20 km da fronteira do México com os EUA, os habitantes dos estados da Baixa Califórnia Norte e Baixa Califórnia Sul, os representantes oficiais de governos estrangeiros, organizações internacionais e cidadãos estrangeiros que trabalham nessas organizações (BANCO MUNDIAL, 2003). Ou seja, há restrições para depósitos em moeda estrangeira para pessoa física (famílias). Além disso, o México impôs limites à exposição em moeda estrangeira, restringindo os passivos em moeda estrangeira em relação ao capital (ERGUN et al., 2017). De acordo com o BCM⁶⁰, os depósitos e transferências em dólar norte-americano dentro do espaço nacional estão relacionados à integração produtiva do país com o resto do mundo, em que grande parte das transações estão denominadas em dólares.

No caso brasileiro, não houve aprofundamento no terceiro nível, sem a existência de transações consideráveis em moeda estrangeira no espaço nacional⁶¹. Como argumenta Prates (2015), a única diferença da institucionalidade em relação à da década de 1980 é a permissão da abertura de contas denominadas em moeda estrangeira no país – com movimentação restrita – em bancos autorizados a operar no mercado de câmbio, por parte de alguns agentes⁶². Para a grande maioria dos residentes do país, a abertura de contas em moeda estrangeira está proibida, levando a uma baixa conversibilidade interna da moeda.

O regime cambial dos países escolhidos – Brasil, México, Rússia e Turquia –, ao longo do período analisado, foi, *de jure*, regime de câmbio flutuante e, *de facto*, regime cambial de flutuação suja, com a realização de intervenções cambiais. A forma de realização das intervenções no mercado de câmbio e da implementação da

⁶⁰ <https://www.banxico.org.mx/servicios/sistema-pagos-interbancarios-.html>

⁶¹ Em outubro de 2019, foi enviado ao Congresso Nacional um projeto de lei de liberalização cambial, com a possibilidade de se avançar na conversibilidade interna da moeda. Para mais informações, ver <https://valor.globo.com/financas/noticia/2019/10/08/projeto-de-lei-devera-quebrar-a-exclusividade-de-bancos-no-cambio.ghtml>. Para uma análise crítica, ver Prates et al (2019), disponível em: <https://valor.globo.com/opiniao/coluna/nova-lei-cambial-um-projeto-de-alto-risco.ghtml>

⁶² Para uma lista dos agentes que estão autorizados a abrir contas em moeda estrangeira, ver Prates (2015, p. 71-72).

política monetária, considerando as características dos instrumentos utilizados, está fortemente relacionada com o grau de abertura financeira no terceiro nível – portanto, analisa-se, de um lado, os casos do Brasil e do México; de outro lado, os casos da Rússia e da Turquia.

No Brasil, desde 2002, os principais instrumentos de política cambial são os *swaps* cambiais, com liquidação em moeda nacional (*non-deliverable*) e compra de dólares no mercado à vista (FAHRI et al., 2018). No México, até fevereiro de 2017, o BCM apenas realizou intervenções cambiais por meio de leilões de dólares norte-americanos; ou seja, nos mercados à vista, com destaque para os anos de 2014 e 2015, em que houve uma maior volatilidade da taxa de câmbio. A partir de março de 2017, passou a realizar intervenções diárias, *forward*⁶³ de divisas, liquidadas em moeda nacional⁶⁴ (ABOUCHEID, 2018). Percebe-se, nos casos desses dois países, que as operações nos mercados de derivativos, apesar de estarem indexadas em moeda estrangeira, foram liquidadas em moeda nacional.

Na Rússia, o BCR interviu em dezembro de 2014 e em janeiro de 2015, vendendo moeda estrangeira, e em maio, junho e julho de 2015, comprando moeda estrangeira⁶⁵, no mercado à vista. Somado a isso, houve operações, em moeda estrangeira, com o setor financeiro nacional, visando a estabilidade financeira, e a posse do fundo soberano, em moeda estrangeira, por parte do governo russo, como será discutido mais à frente no capítulo. Essas operações em moeda estrangeira com o setor financeiro nacional estão relacionadas à existência da conversibilidade interna da moeda. Como será visto no Capítulo 3, o BCR também pode realizar operações de *swaps cambiais* como instrumento de política monetária, injetando liquidez em moeda nacional e obtendo dólares norte-americanos como garantia dessas operações. Entretanto, essas operações acabam tendo efeitos na taxa de câmbio.

Na Turquia, o principal instrumento de política cambial no período analisado foi a venda de moeda estrangeira no mercado à vista, principalmente entre o final de 2014 e o início de 2016 (ABOUCHEID, 2018). Não houve intervenções cambiais

⁶³ Os contratos *forward* são um tipo de derivativo, sendo um acordo de venda ou de compra de determinado ativo em uma data futura, por um preço definido previamente.

⁶⁴ CIRCULAR 3/2017 do BCM.

⁶⁵ <https://www.cbr.ru/eng/archive/db/valint/>.

nos mercados derivativos no período analisado⁶⁶. Entretanto, como será discutido nos capítulos 2 e 3, no país há uma forte inter-relação entre os instrumentos de política monetária e de intervenção cambial, com a realização de operações de absorção e de injeção de liquidez em moeda nacional, que utilizam moeda estrangeira como contrapartida contábil, buscando influenciar os fluxos de capitais e a taxa de câmbio.

O objetivo operacional, com exceção do caso da Turquia, foi uma meta para a taxa de juros de curto prazo. No caso da Turquia, o sistema utilizado para a implementação da política monetária, condicionado por uma necessidade explícita do BCT de lidar com a volatilidade dos fluxos internacionais de capitais, levou à existência de mais de um objetivo operacional (considerando diferentes taxas de juros de curto prazo).

Em relação ao objetivo final da política monetária de estabilidade de preços, Brasil, México e Turquia adotaram o sistema de metas de inflação, respectivamente, em 1999, 1999 e 2002⁶⁷. Na Rússia, o objetivo final de estabilidade de preços por meio do regime de metas de inflação foi aprovado ao final de 2014⁶⁸.

2.2 A composição do BP dos bancos centrais

Nesta seção será realizada a análise da composição do BP de cada um dos bancos centrais selecionados entre dezembro de 2014 e junho de 2018, destacando os principais itens existentes. Busca-se compreender a dinâmica do BP dos bancos centrais de uma forma aprofundada, por meio da leitura dos relatórios anuais e de política monetária ao longo do período, assim como do entendimento detalhado das diversas rubricas existentes.

De forma a tornar possível a comparação entre os bancos centrais selecionados, os dados da composição dos balanços dessas instituições serão

⁶⁶ O BCT passou a realizar swaps cambiais a partir de novembro de 2018.

⁶⁷ No caso da Turquia, a taxa de inflação efetiva tem sido, na maioria dos anos, superior à meta estabelecida.

⁶⁸ Desde 2015, o BCR utiliza a estratégia de política monetária de regime de metas de inflação, mas também considerando a importância de se manter a estabilidade financeira.

mostrados em relação à participação no ativo/passivo total. A análise dessa composição será feita primeiramente pelo lado do ativo e depois pelo lado do passivo.

Apesar do Fundo Monetário Internacional (FMI) divulgar, de forma padronizada, informações sobre a composição do ativo e do passivo dos bancos centrais⁶⁹, a compreensão das especificidades institucionais de cada caso torna necessária uma análise mais detalhada, com um maior nível de desagregação dos dados do que o existente na base do FMI. Os balanços dos bancos centrais divulgados pelo FMI, por exemplo, não diferenciam os ativos e passivos em moeda nacional e estrangeira do banco central com residentes. Dessa forma, ao buscar uma análise mais detalhada, além de diferenciar as posições do banco central em moeda nacional e estrangeira com residentes, os dados utilizados foram obtidos a partir das séries estatísticas dos próprios bancos centrais, contemplando o período entre dezembro de 2014 e junho de 2018, com a análise sendo complementada e aprofundada pelos relatórios, demonstrações financeiras e boletins institucionais dessas instituições.

Do item 2.2.1 ao 2.2.4 serão realizadas as análises da composição do BP de cada banco central selecionado.

2.2.1 A composição do BP do BCB⁷⁰

Em relação à estrutura do BP do BCB pelo lado do ativo, entre dezembro de 2014 e junho de 2018, verificou-se uma grande participação, em relação ao ativo total, dos ativos externos (ativo em moeda estrangeira)⁷¹ e da posse de títulos públicos federais, como pode ser verificado no gráfico 2.2. Entre os ativos externos – reservas internacionais –, que variaram sua participação entre 41% e 55% do ativo total, destacou-se a posse de títulos públicos dos países centrais, correspondendo

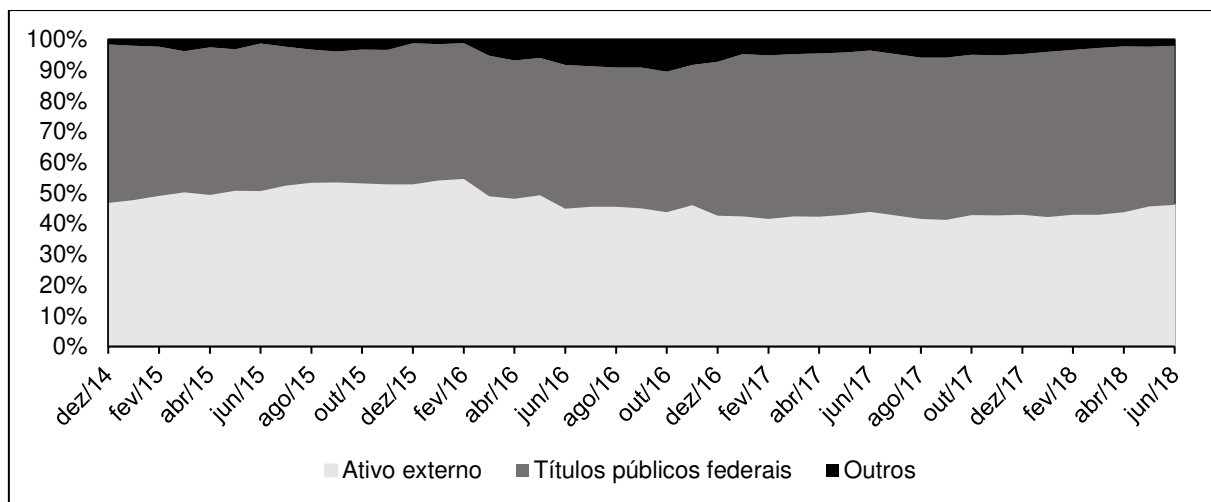
⁶⁹ A base de dados do FMI, com os balanços patrimoniais padronizados dos bancos centrais, pode ser encontrada em <https://data.imf.org/regular.aspx?key=61545858>.

⁷⁰ Os dados para a análise do BP do BCB foram retirados das demonstrações financeiras mensais do site da instituição.

⁷¹ Incluem-se: 1) Caixa e Equivalentes de Caixa; 2) Depósitos a Prazo em Instituições Financeiras; 3) Recursos sob Administração Externa; 4) Compromisso de Revenda; 5) Derivativos; 6) Títulos; 7) Créditos a Receber; 8) Ouro Monetário; e 9) Participação em Organismos Financeiros Internacionais.

por mais de 80% dessa rubrica⁷². Vale ressaltar que a participação dos ativos externos no BP considera a variação cambial, já que se analisa o BP denominado em moeda nacional.

Gráfico 2.2 – Composição do ativo do BP do BCB (dez/14-jun/18)



Fonte: BCB. Elaboração própria.

A posse de títulos públicos federais está relacionada à forma de implementação da política monetária pelo BCB, que será discutida no Capítulo 3, e não implica financiamento do Tesouro Nacional pelo BCB. Esse item teve uma grande importância ao longo do período analisado, variando entre 43% e 54% do ativo total⁷³.

Os outros ativos – derivativos, créditos com o governo federal (referentes à cobertura dos resultados negativos e à equalização cambial), créditos a receber, depósitos judiciais, bens móveis e imóveis e demais ativos – oscilaram a participação entre 1% e 10% do total do ativo ao longo do mesmo período. A grande variabilidade desse item está associada às operações com derivativos e à cobertura

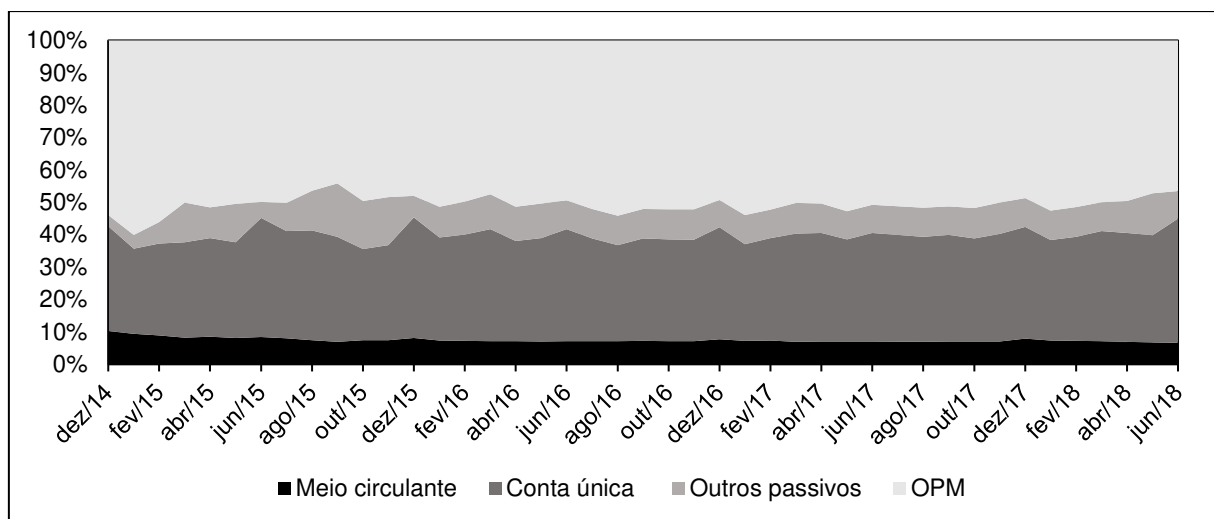
⁷² De acordo com os Relatórios de Gestão das Reservas Internacionais do BCB, mais de 80% das reservas internacionais estiveram denominadas em dólar norte-americano, ao longo do período analisado. As outras moedas foram o euro, o iene japonês, a libra, o dólar canadense, o dólar australiano e outras.

⁷³ De acordo com Kawall (2016), essa é uma situação particular do BCB, em que a escolha da esterilização das reservas internacionais por meio de operações compromissadas levou a uma expansão adicional do ativo, com a necessidade de posse de títulos públicos federais para serem utilizados como garantia.

dos resultados negativos e à equalização cambial, que serão discutidas ainda nessa seção.

O passivo, como pode ser verificado no gráfico 2.3, foi composto por: 1) OPM; 2) conta única do governo federal; 3) meio circulante; e 4) outros passivos.

Gráfico 2.3 – Composição do passivo do BP do BCB (dez/14-jun/18)



Fonte: BCB. Elaboração própria.

As OPM referem-se às OMA (operações compromissadas reversas) e aos RR (depósitos compulsórios) – que serão detalhadas no capítulo 3 –, tendo assumido uma grande participação, que variou entre 47% e 60% do passivo total. O meio circulante manteve sua participação entre 7% e 10%.

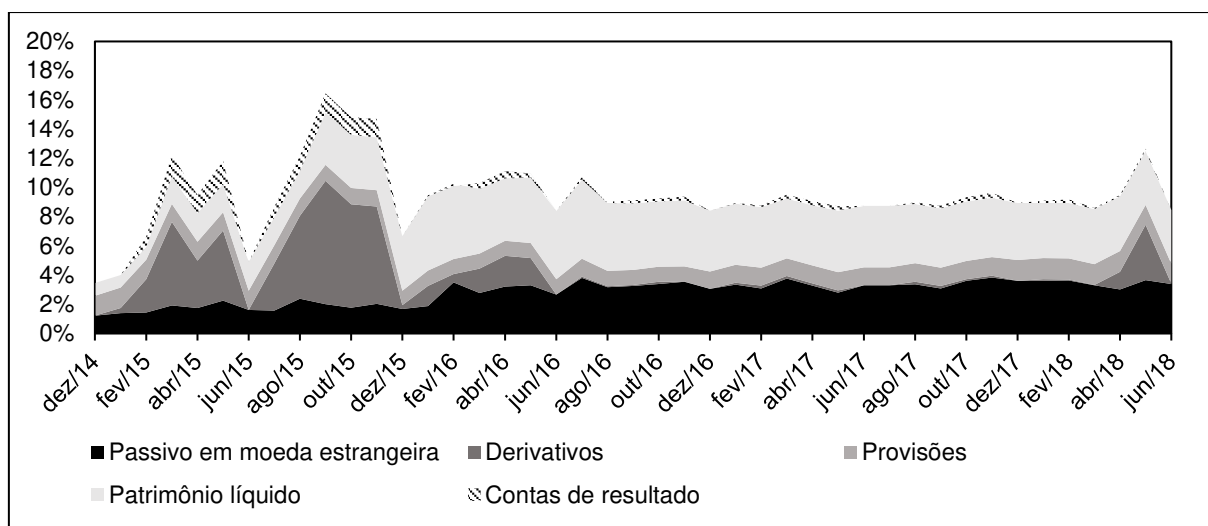
A conta única refere-se aos depósitos do governo federal junto ao BCB, tendo variado entre 26% e 38% do passivo total. No Brasil, todas as receitas e os gastos públicos do governo federal (incluindo o Instituto Nacional do Seguro Social (INSS)) são totalmente centralizados nessa conta⁷⁴, explicando, em parte, a grande participação desse item no passivo do BCB. Outra questão importante para a compreensão da dimensão da conta única é a lei 11.803 de novembro de 2008, que determina que os resultados positivos da variação cambial advindos da reavaliação das reservas internacionais e dos valores dos *swaps* cambiais sejam transferidos, semestralmente, para a conta única, enquanto os resultados negativos devem ser

⁷⁴ De acordo com Pimenta e Pessoa (2015), a base legal do estabelecimento da conta única no Brasil está no artigo 56 da Lei de Finanças Públicas No. 4320 de 1964.

cobertos pela transferência de títulos públicos federais, por parte do Tesouro Nacional, para o BCB⁷⁵.

A desagregação dos outros passivos – compostos por passivo em moeda estrangeira, derivativos, provisões, patrimônio líquido e conta de resultado –, que variaram entre 3% e 16% do passivo total, pode ser verificada no gráfico 2.4. A grande variação nesse item é resultado das operações com derivativos do BCB, com destaque para o ano de 2015.

Gráfico 2.4 – Desagregação dos outros passivos do BCB, em porcentagem do balanço total (dez/14-jun/18)



Fonte: BCB. Elaboração própria.

Os derivativos – tanto pelo lado do ativo quanto do passivo – referem-se aos *swaps* de taxas de juros e de câmbio para a execução da política monetária e cambial, visando conter a volatilidade do câmbio e fornecer *hedge* cambial para os agentes econômicos. Em face do baixo grau de abertura financeira no terceiro nível, o caráter *non-deliverable* dos *swaps* cambiais faz com que essas operações sejam liquidadas em moeda nacional⁷⁶.

⁷⁵ Vale ressaltar que, desde julho de 2019, houve uma mudança em relação à transferência dos resultados advindos da administração das reservas internacionais e dos derivativos cambiais, com estes sendo destinados a uma reserva de resultado, integrando o Patrimônio Líquido e só podendo ser utilizado para cobrir resultados negativos do BCB.

⁷⁶ Para uma análise mais detalhada das operações com *swaps* cambiais no Brasil entre 2003 e 2018, ver Macalos (2018).

O passivo em moeda estrangeira – com compromissadas, créditos a pagar e depósitos de organismos financeiros internacionais – respondeu por entre 1% e 4% do total. As provisões responderam, em média, por 1% do total do passivo.

Antes de discutir o patrimônio líquido do BCB, é importante destacar que, por imposição da lei no. 11.803, de novembro de 2008, os ganhos e perdas referentes aos impactos da variação cambial no valor das reservas internacionais (em reais) e nas operações de *swap* cambial passaram a não afetar o resultado, apurado semestralmente, do BCB^{77,78}. O resultado do semestre leva em consideração as operações denominadas em moeda local e outras operações em moedas estrangeiras que não decorrentes de ganhos (perdas) não realizados devido à variação cambial.

Em junho de 2016, na conta “Operações com Reservas Internacionais e *Swaps*”, o valor da soma da “rentabilidade das Reservas Internacionais” e dos “Derivativos Cambiais - *Swaps* em moeda local” foi compensado pela “Equalização de Reservas e de Derivativos cambiais”, como pode ser verificado na tabela 2.1. Como houve uma perda com a variação cambial ($-234.337.424 + 78.706.303 = -155.631.121$), o Tesouro Nacional realizou a transferência de títulos públicos para o BCB, de forma a cobrir essa perda. Caso tivesse existido um ganho, o BCB transferiria os recursos para a conta única do Tesouro Nacional.

Dessa forma, a conta “Operações com Reservas Internacionais e *Swaps*” sempre será igual a zero, não influenciando o resultado do semestre e o patrimônio líquido da instituição. Como discutido por Viana (2018), essa não é considerada uma boa prática internacional, já que mistura valores não realizados (efeito da variação cambial do valor das reservas internacionais) e valores realizados (*swaps* cambiais). Conforme discutido por Archer e Moser-Boehm (2013), uma forma de não misturar tais valores é não reconhecer o primeiro como uma renda a ser distribuída, de modo a mantê-lo no BP do banco central (VIANA, 2018).

Tabela 2.1 – Equalização cambial e Resultado do semestre (jun/16), em R\$

	jun/16
Operações com RI e Swaps	-

⁷⁷ Os valores são calculados diariamente, com a liquidação financeira do resultado sendo realizada semestralmente.

⁷⁸ Para aprofundamento sobre a Lei de Equalização cambial, ver Mendes (2016) e Viana (2018).

Rentabilidade das Reservas Internacionais	-234.337.424
Derivativos Cambiais - Swaps em moeda local	78.706.303
Equalização de Reservas e de Derivativos cambiais	155.631.121
Outras operações em moedas estrangeiras	12.649.894
Operações em moeda local	-28.718.832
Receitas com juros	85.443.394
Despesas com juros	-146.766.829
Equalização de Reservas Cambiais (custo de captação)	29.014.288
Instituições em liquidação	3.590.315
Outras operações em moeda local	-1.239.151
RESULTADO DO SEMESTRE	-17.308.089

Fonte: Demonstrações Financeiras do BCB de 30 de junho de 2016. Elaboração própria.

O resultado do semestre, por sua vez, levará em consideração as “Outras operações em moedas estrangeiras”, as “Operações em moeda local” e “Outras operações em moeda local”. Conforme consta na Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), de maio de 2000, no caso de um resultado positivo, os recursos deverão ser transferidos para a conta única do Tesouro Nacional. No caso de um resultado negativo, o Tesouro Nacional realizará a transferência de títulos públicos para o BCB, com a contrapartida contábil ocorrendo no patrimônio líquido. Constata-se uma relação assimétrica entre os resultados positivos e negativos, já que o primeiro leva a um aumento da conta única do Tesouro Nacional, enquanto o segundo leva a um aumento da posse de títulos públicos federais pelo BCB.

O patrimônio líquido⁷⁹ – composto por Patrimônio, Reserva de Resultados, Reserva de Reavaliação e Ganhos (Perdas) Reconhecidos Diretamente no Patrimônio – variou entre 1% e 5% do passivo total. A maior parte da variação do patrimônio líquido é resultado do aumento de capital em decorrência da transferência de títulos públicos do Tesouro Nacional em benefício do BCB, quando da ocorrência de resultados negativos, segundo previsto da lei no. 11.803, de 2008.

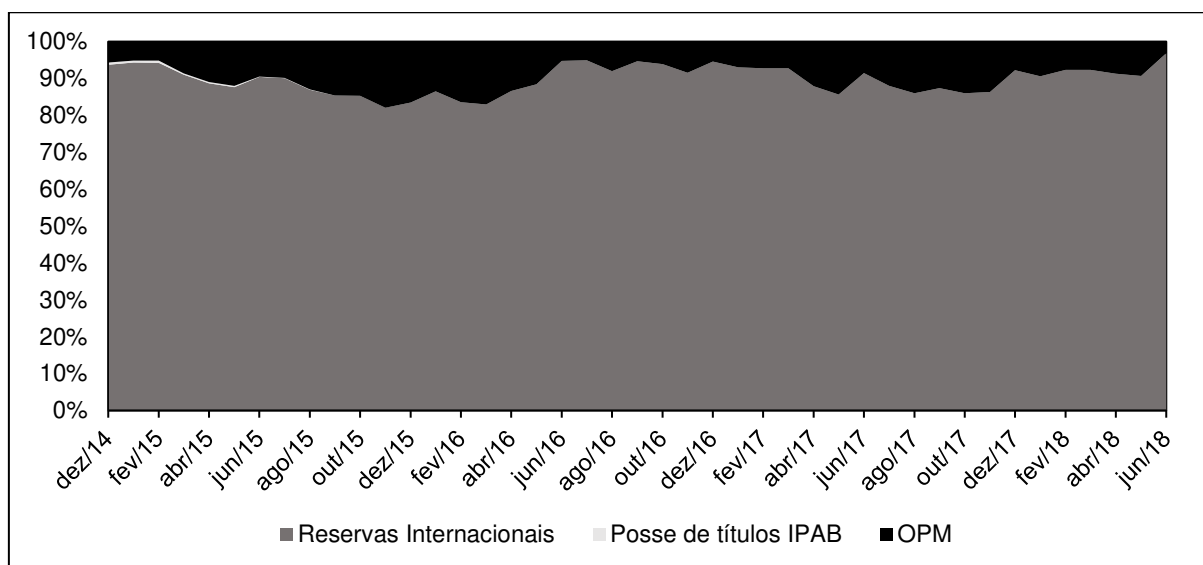
Dessa forma, no caso do BCB, além do resultado do banco central levar em consideração valores não realizados – oriundos da reavaliação dos preços dos ativos –, há uma dinâmica assimétrica em relação ao cômputo do resultado do BCB.

⁷⁹ De forma geral, o patrimônio líquido dos bancos centrais é composto por um capital inicial, que passa a sofrer variações de acordo com os resultados da instituição, com o lançamento de recursos e a constituição de reservas de capital, de acordo com a institucionalidade existente para a transferência dos recursos entre o banco central e o tesouro nacional (Archer e Moser-Boehm, 2013).

2.2.2 A composição do BP do BCM⁸⁰

Entre dezembro de 2014 e junho de 2018, pelo lado do ativo, como pode ser verificado no gráfico 2.5, destacaram-se os ativos externos – as reservas internacionais –, oscilando sua participação entre 82% e 97% do ativo total. O relatório anual do BCM⁸¹ de 2016/2017 mostrou que, ao final de 2016 e de 2017, em torno de 45% dessas reservas internacionais estavam depositadas em bancos estrangeiros, enquanto outros 45% estavam em instrumentos a redesconto e notas com rendimentos. O restante do ativo foi composto por OPM (variando entre 3% e 17% do total) e posse de títulos do *Instituto para la Protección al Ahorro Bancario* (IPAB)⁸² (apenas até o início de 2015). Outros ativos – bens e imóveis – tiveram uma participação residual.

Gráfico 2.5 – Composição do ativo do BP do BCM (dez/14-jun/18)



Fonte: BCM. Elaboração própria.

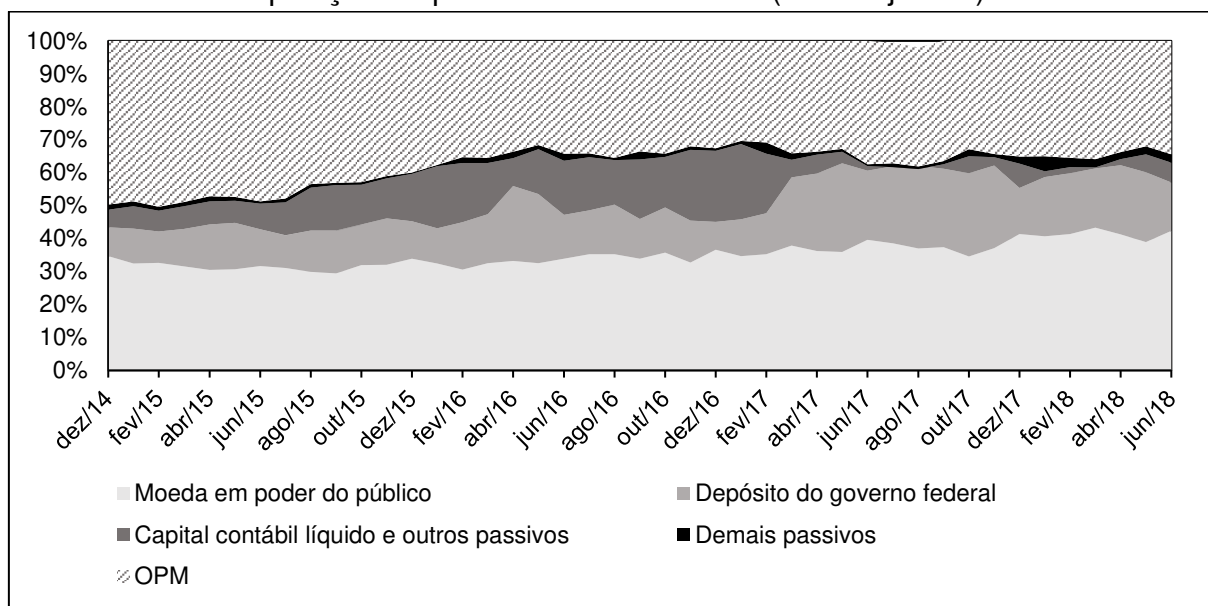
⁸⁰ Os dados para a análise do BCM foram obtidos no site da instituição. O BCM possui sua base legal definida pela “*Ley del Banco de México*”, de 1993, com as emendas realizadas posteriormente.

⁸¹ Os relatórios anuais são chamados de “*Banco de México: Estados Financieros Dictaminados*”, contendo informações detalhadas sobre a composição do BP do BCM.

⁸² Os títulos do IPAB foram criados em 1990, junto com a privatização dos bancos mexicanos, com o intuito de lidar com desequilíbrios patrimoniais do sistema bancário. Para mais informações, ver Prates e Blikstad (2017).

Pelo lado do passivo – que pode ser verificado no gráfico 2.6 –, enquanto a moeda em poder do público variou sua participação entre 29% e 43% do passivo total, os depósitos do governo federal⁸³ tiveram uma participação entre 9% e 27%. A conta do governo federal no BCM se aplica apenas para a centralização da coleta de recursos e da efetivação dos gastos do poder executivo, excluindo-se o judiciário, o legislativo⁸⁴ e os gastos com seguridade social⁸⁵.

Gráfico 2.6 – Composição do passivo do BP do BCM (dez/14-jun/18)



Fonte: BCM. Elaboração própria.

O item capital contábil líquido e outros passivos⁸⁶ apresentou uma variação da participação no passivo total entre -1 % e 18%, sendo esta majoritariamente explicada pela variação do capital contábil. Ou seja, em caso de resultados negativos superiores ao patrimônio líquido, este último pode ficar a descoberto. O capital contábil, determinado ao final de cada exercício, é dividido em capital, reservas de capital – inclusas as reservas de reavaliação –, resultado do exercício e valor transferido ao governo, como pode ser verificado na tabela 2.2.

⁸³ A base legal da conta única no México pode ser encontrada no artigo 51 da *Ley Federal de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria*.

⁸⁴ Para maior informações, ver Pimenta e Pessoa (2015).

⁸⁵ De acordo com o artigo 24 da *Ley de Tesorería de la Federación*.

⁸⁶ A maior parte dessa conta é formado pelo capital contábil líquido. Os dados semanais do BP do BCM colocam o capital contábil líquido e os outros passivos em uma mesma conta. A afirmação de que a maior parte desse item se refere ao capital contábil líquido advém da leitura dos relatórios anuais, em que há uma análise das demonstrações financeiras, com os valores desagregados do final de cada ano.

Tabela 2.2 – Cálculo do capital contábil do BCM, em milhões de pesos (2014-2018)

	2014	2015	2016	2017	2018
Capital (C)	8.603	8.794	9.014	8.933	9.015
Reservas de capital (RC)	31.646	170.795	384.490	384.559	144.443
Resultado do exercício (RE)	245.764	378.236	535.311	-240.142	-99.438
Valor transferido ao governo (V)	214.315	139.142	213.658	-	-
Soma do capital contábil (C+RC+RE-V)	71.698	418.683	715.157	153.479	54.021

Fonte: BCM. Elaboração própria.

O capital inclui o superávit atualizado dos inventários relativos à fabricação de papel-moeda e de moeda metálica⁸⁷. As reservas de capital referem-se às reservas para proteção contra volatilidade cambial e de preços de outros ativos. Os resultados mensais da reavaliação dos ativos são transferidos para essas reservas, sempre que o resultado acumulado do período não for negativo. Os resultados positivos mensais podem ser utilizados para cobrir as perdas de outros meses, contanto que esteja no mesmo exercício, e para cobrir as reservas de capital, com os recursos provenientes do resultado do exercício que não foram transferidos ao governo. O resultado do exercício é igual à soma das reservas constituídas e do valor que foi transferido para o governo.

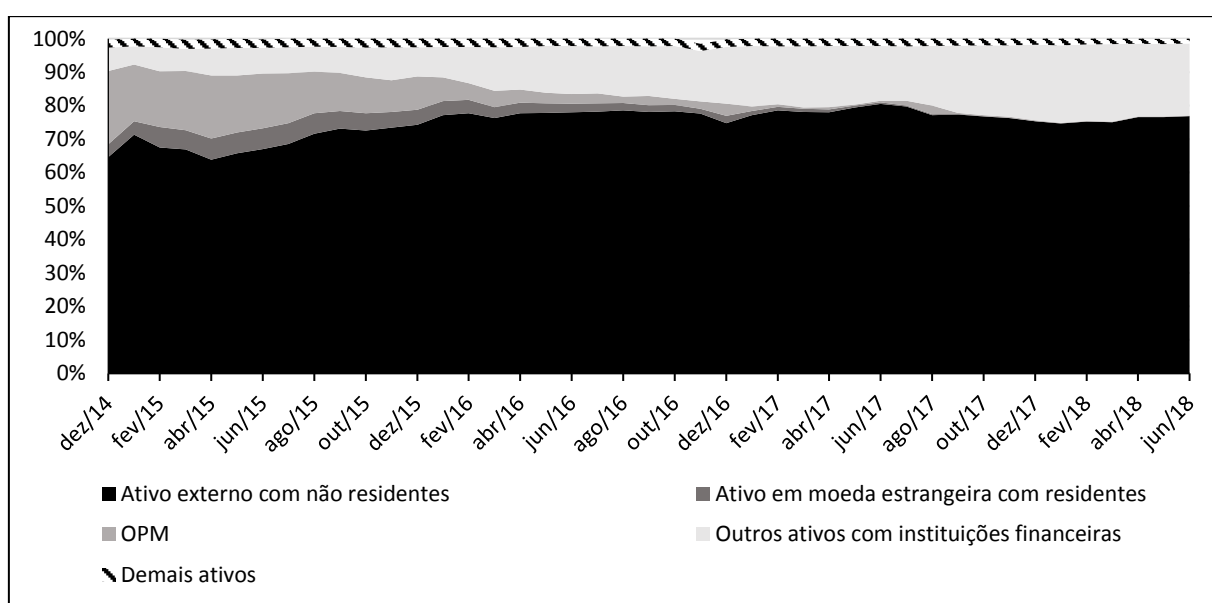
2.2.3 A composição do BP do BCR⁸⁸

⁸⁷ Conforme artigo 56 da Lei do Banco do México.

⁸⁸ *Bank of Russia*. Os dados utilizados foram coletados na parte de estatísticas do site da instituição, no “*Banking Sector Liquidity, Monetary Policy Instruments and Other Operations of the Bank of Russia*”. Além disso, foram utilizados os relatórios anuais (*Annual Report*), os relatórios de política monetária (*Monetary Policy Report*) e os boletins estatísticos (*Statistical Bulletin*). A análise da composição do BP do BCR deve ser realizada levando em consideração a crise russa de 2014 e 2015, em que uma forte queda dos preços do petróleo, somado às sanções econômicas impostas contra o país, no contexto da crise geopolítica envolvendo a Ucrânia, levaram a uma forte desvalorização cambial e uma necessidade de ajuste no balanço de pagamentos, levando o país a uma recessão (VIKTOROV e ABRAMOV, 2019). Dessa forma, a concessão de liquidez em moeda estrangeira e em moeda nacional, que não OPM, devem ser entendidas como uma resposta do BCR a essa crise, para manutenção da estabilidade financeira.

Na composição do BP do BCR, pelo lado do ativo, entre dezembro de 2014 e junho de 2018, destacou-se a participação do ativo externo bruto com não residentes – as reservas internacionais – em relação ao total do ativo, oscilando entre 65% e 79% do total, como pode ser constatado no gráfico 2.7. A maior parte desse item se refere aos títulos públicos de outros países, com destaque para os títulos públicos de países centrais⁸⁹. As OPM, pelo lado do ativo, se mantiveram presentes no BP até meados de 2017, mas mantendo uma tendência de queda, após uma participação de 22% do total, em dezembro de 2014.

Gráfico 2.7 – Composição do ativo do BP do BCR (dez/14-jun/18)



Fonte: BCR. Elaboração própria.

O ativo em moeda estrangeira com residentes variou entre 0% e 7% do ativo total, referente aos empréstimos do BCR para instituições financeiras nacionais, majoritariamente por meio de operações compromissadas em moeda estrangeira⁹⁰. Entre o final de 2014 e início de 2017, o BCR realizou leilões de compromissadas – denominadas em moeda estrangeira – com prazos de 1 semana, 28 e 365 dias⁹¹.

⁸⁹ De acordo com os relatórios anuais: títulos dos EUA, França, Grã-Bretanha, Canadá, Áustria, Austrália, Suíça, Holanda, Finlândia e China. Além disso, estão incluídos títulos emitidos por países europeus que se encontram sob posse do BCR, em decorrência da compensação de operações compromissadas que não haviam sido pagas pelas instituições de crédito da Rússia.

⁹⁰ Em volumes bem inferiores, o BCR realizou operações de swaps cambiais, vendendo moeda estrangeira em troca de rublos, com o mesmo objetivo das compromissadas em moeda estrangeira. Ver em https://www.cbr.ru/eng/hd_base/swapinfo/swapinfosellusdvol/

⁹¹ https://www.cbr.ru/eng/DKP/instruments_dkp/other_operations/repo_operations/aukciony-repo-v-inostrannoy-valyute/

Nessas operações, o sistema bancário nacional passou a tomar empréstimos em dólar, em troca de rublos, com o BCR buscando manter a estabilidade financeira⁹², assim como a sustentação da taxa de câmbio, prevenindo a desvalorização do rublo. A utilização dessas operações pode ser vista como uma resposta do BCR à fuga de capitais em face das sanções internacionais impostas ao país (SHULGIN, 2018). A realização de operações denominadas em moeda estrangeira no espaço nacional é o reflexo do grau de abertura financeira do terceiro nível.

Os outros ativos com instituições financeiras, em moeda nacional – com uma participação crescente ao longo do período, de 4% para 17% do ativo total –, evidenciaram o papel da instituição para financiamentos específicos, em que as garantias requisitadas são diferentes das necessárias para as OPM. É importante destacar que a concessão de empréstimos nessa modalidade – com o intuito de manter a estabilidade financeira – ocorreu após as instituições não terem conseguido financiamento por outros meios, inclusive pelos instrumentos de política monetária do BCR. Dentro desse item, como pode ser verificado no gráfico 2.8, estão: 1) operações especiais de refinanciamento, com o objetivo de manter a existência de empréstimos bancários para setores que, caso contrário, não teriam acesso a financiamentos devido a fatores estruturais⁹³; 2) títulos com banco de desenvolvimento (*Bank for Development and Foreign Economic Affairs*) adquiridos em 2014, para prover fundos ao banco; 3) Ativos com outras instituições financeiras⁹⁴, com empréstimos para manter a estabilidade financeira; e 4) Outros ativos com instituições de crédito⁹⁵.

Gráfico 2.8 – Desagregação dos outros ativos com instituições financeiras, em porcentagem do ativo total do BCR (dez/14-jun/18)

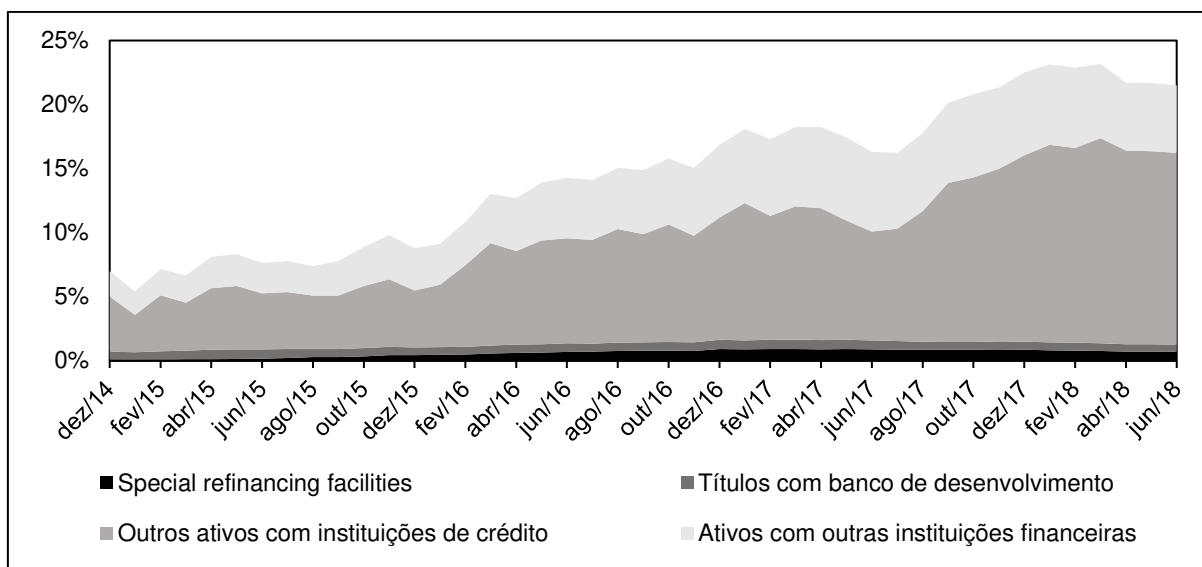
⁹² Em virtude da crise russa e das sanções internacionais impostas aos bancos comerciais russos, dificultando a tomada de empréstimos em dólar norte-americano para essas instituições.

⁹³ Mais informações, em:

https://www.cbr.ru/eng/DKP/instruments_dkp/other_operations/secured_loans/.

⁹⁴ Instituições financeiras deduzidas as instituições de crédito.

⁹⁵ Ativos não relacionados à implementação da política monetária.



Fonte: BCR. Elaboração própria.

Nos outros ativos com instituições de crédito estão inclusos: 1) empréstimos do BCR para o banco estatal *Sberbank*⁹⁶ em 2014, como parte das medidas implementadas para dar suporte à estabilidade financeira; 2) empréstimos do BCR para a *Deposit Insurance Agency*, instituição estatal, visando garantir a sustentabilidade financeira do sistema de seguro de depósitos e, consequentemente, das instituições de crédito; 3) compensação de depósitos para instituições de crédito, em consonância com a lei federal russa de 2008⁹⁷, com o objetivo de compensar parte das perdas de crédito dessas instituições, resultantes do calote de outros; 4) Concessão de empréstimos pelo *Emergency Liquidity Provision Mechanism* (ELPM), a partir de setembro de 2017, para bancos com problemas de liquidez de curto prazo. Os empréstimos via ELPM são realizados em moeda nacional e pelo período máximo de 90 dias, sendo cobrada uma taxa de juros punitiva dada pela taxa de referência mais 1,75% a.a. . Para esses empréstimos, é aceita uma maior quantidade de ativos como garantia. O ELPM contribuiu para explicar o aumento dos Outros ativos com instituições de crédito de 14% para mais de 16%, a partir de setembro de 2017; 5) aquisição de participação acionária de instituições de crédito, complementando as ações relacionadas à prevenção de quebras bancárias; e 6) Intervenções do BCR pelo *Banking Sector Consolidation Fund*.

⁹⁶ É o maior banco comercial da Rússia. O BCR detém 50% das ações mais uma ação com direito a voto do banco.

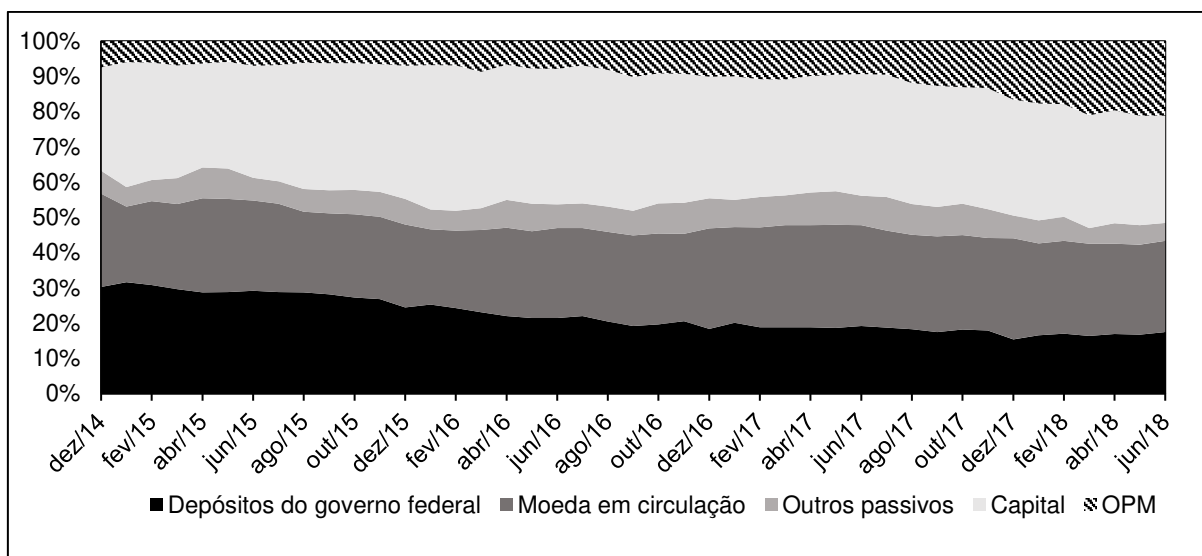
⁹⁷ "On Additional Measures to Support the Financial System of the Russian Federation".

Nos demais ativos, que variaram a participação entre 1% e 3% do ativo total, estiveram inclusos ativos com o governo federal e ativos fixos. De forma residual, houve também ativos com governo estadual e local, além de ativos com organizações não-financeiras.

Pelo lado do passivo, conforme pode ser verificado no gráfico 2.9, destacou-se a participação do capital do BCR, variando a participação entre 29% e 41% do passivo total. Nesse item, estiveram inclusos: 1) o capital autorizado; 2) o fundo de reservas, composto por contas de reavaliação dos ativos (com a variação acumulada dos preços dos metais preciosos e da taxa de câmbio, assim como a variação positiva dos preços dos títulos disponíveis para venda), reservas e fundo social. O fundo de reserva de reavaliação de ativos para a taxa de câmbio foi o principal item, com a maior participação, sendo também responsável por grande parte da sua variação; e 3) as perdas do ano (com o resultado financeiro negativo). O resultado financeiro não leva em consideração a variação dos preços dos metais preciosos e da taxa de câmbio, e nem a variação positiva dos preços dos títulos disponíveis para venda.

De acordo com as demonstrações financeiras, o resultado financeiro leva em consideração as receitas e despesas com juros e com a comercialização de títulos, as receitas advindas da participação acionária do BCR em instituições de crédito e outras instituições e outras receitas e despesas. Quando há um resultado positivo, uma porcentagem do lucro é transferida para o governo federal. Quando há um resultado negativo, ele diminui o capital, como explicitado no parágrafo anterior.

Gráfico 2.9 – Composição do passivo do BP do BCR (dez/14-jun/18)



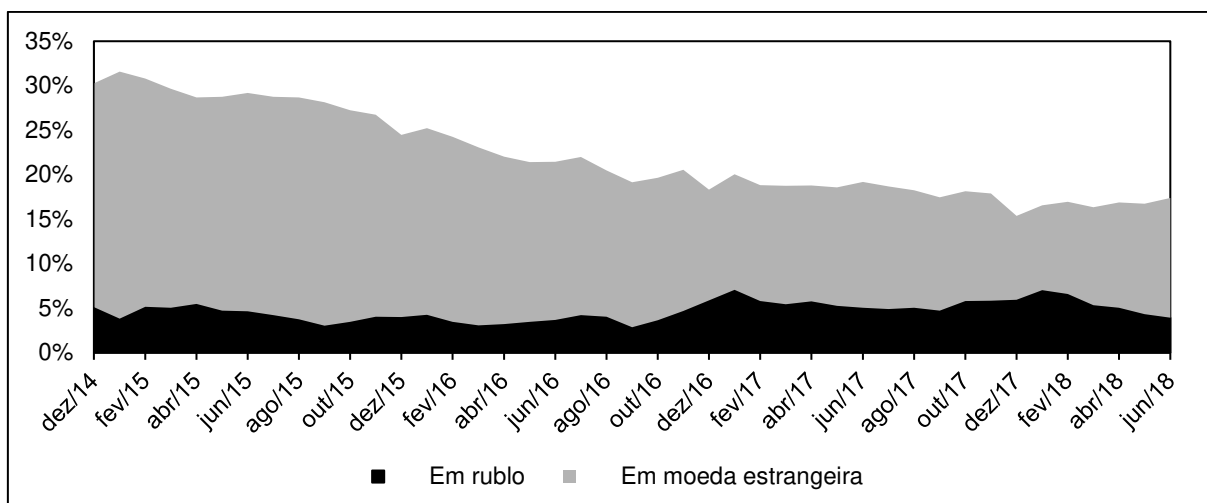
Fonte: BCR. Elaboração própria.

Outro item do passivo com participação expressiva foi a moeda em circulação, respondendo por entre 21% e 29% do passivo total. Em relação às OPM passivas – com absorção de liquidez – destacou-se o aumento de sua participação ao longo do período analisado, de 6% para 21% do passivo total.

A análise dos depósitos do governo federal deve ser feita considerando a moeda de denominação, já que foram realizados tanto em moeda nacional quanto em moeda estrangeira. O Tesouro Nacional russo possui uma conta única junto ao BCR, tanto em moeda nacional como em moeda estrangeira, em um sistema centralizado de coleta de recursos e de efetivação dos gastos⁹⁸. Ao longo do período analisado, os depósitos do governo federal em moeda nacional variaram entre 3% e 7% do passivo total do BCR, como consta no gráfico 2.9. Os depósitos do governo federal em moeda estrangeira estão relacionados ao fundo de reserva (*Reserve Fund*) e ao Fundo de Riqueza Nacional (*National Wealth Fund*), com o primeiro tendo sido incorporado pelo segundo em 2017. Esses fundos referem-se a fundos soberanos, com as receitas sendo provenientes da venda de gás e petróleo. Ao longo do período analisado, a participação desses depósitos em relação ao passivo do BCR apresentou uma queda, passando de 25% para 13% do total.

Gráfico 2.10 – Composição dos depósitos do governo federal em relação ao passivo total do BCR (dez/14-jun/18)

⁹⁸ De acordo com o *Budget code* russo, a conta única do Tesouro Nacional engloba todos os níveis de governo, com mais de 99,9% dos gastos do governo federal passando pelas contas do Tesouro Nacional (KRAAN et al., 2008). Está incluso, ainda, o sistema de previdência russo.



Fonte: BCR. Elaboração própria.

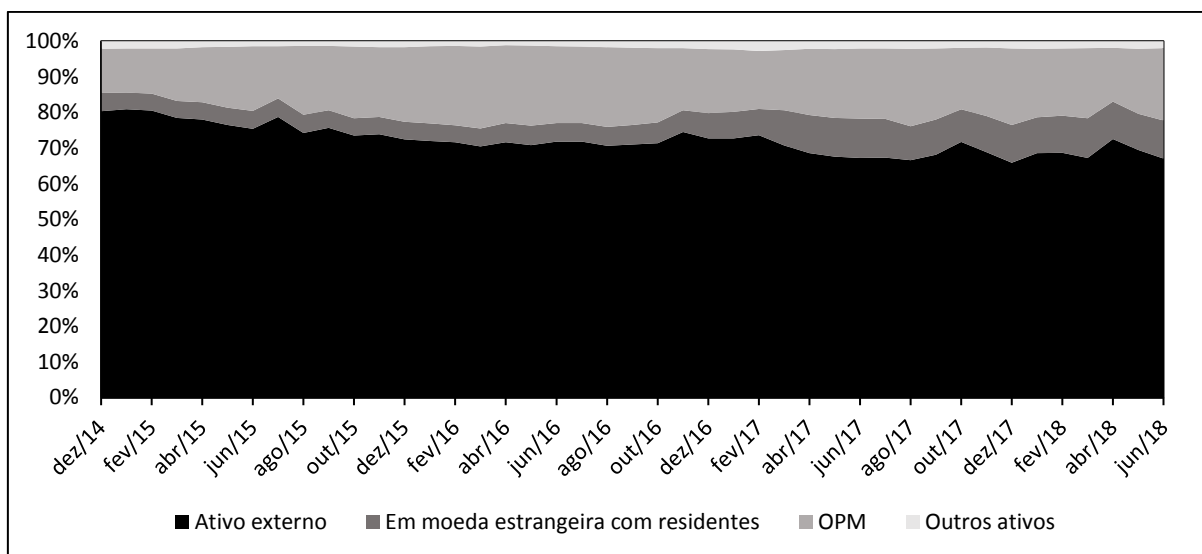
A participação dos outros passivos oscilou entre 6% e 10% do total do passivo ao longo do período analisado. Estão inclusos: 1) passivo externo bruto com não residentes; 2) passivo com governo estadual e local; 3) passivos em moeda estrangeira com instituições de crédito; e 4) demais passivos.

2.2.4 A composição do BP do BCT⁹⁹

Em relação ao ativo do BP do BCT, entre dezembro de 2014 e junho de 2018, destacou-se a participação do ativo externo, variando entre 67% e 81% do total, como pode ser verificado no gráfico 2.11. O item referente aos ativos em moeda estrangeira com residentes, que variou a participação entre 5% e 11% do ativo total, abrange duas formas de operação distintas, com os créditos para redesconto e a intermediação de depósitos do sistema bancário.

Gráfico 2.11 – Composição do ativo do BP do BCT (dez/14-jun/18)

⁹⁹ Os dados foram coletados no site da instituição, no “CBRT Balance Sheet Data”. Além disso, foram utilizados os relatórios anuais (*Annual Report*) e os relatórios de políticas monetária e cambial (*Monetary and Exchange Rate Policy*) ao longo do período selecionado.



Fonte: BCT. Elaboração própria.

A concessão de crédito para residentes – os créditos para redesconto – esteve associada ao objetivo de reduzir o déficit em conta corrente da Turquia, visando reforçar as reservas internacionais. Esse crédito foi disponibilizado para firmas envolvidas em operações que levassem a ganhos em moeda estrangeira, com destaque para as exportações de produtos de alta intensidade tecnológica, as exportações de serviços e a conquista de novos mercados. Esses créditos, com a existência de um limite anual, foram concedidos em moeda nacional pelo *Export Credit Bank of Turkey (Turk Eximbank)* e pelos bancos comerciais, e deveriam ser pagos em moeda estrangeira¹⁰⁰ para o BCT, sendo aceitos títulos denominados em moeda estrangeira dos exportadores para redesconto. O prazo de vencimento desses empréstimos foi de até 240 dias, mas poderia chegar a 360 para os exportadores de produtos de alta intensidade tecnológica e para a conquista de novos mercados. Esta modalidade variou entre 5% a 8% do ativo total, ao longo do período analisado.

A intermediação de depósitos representa operações de depósitos, por meio da atuação do BCT. A utilização desse tipo de operação esteve associada ao grau de abertura financeira do terceiro nível, com a possibilidade de operações em moeda estrangeira dentro do espaço nacional. Por meio de leilões, o setor bancário nacional realizou depósitos em moeda nacional no BCT que, por sua vez, realizou

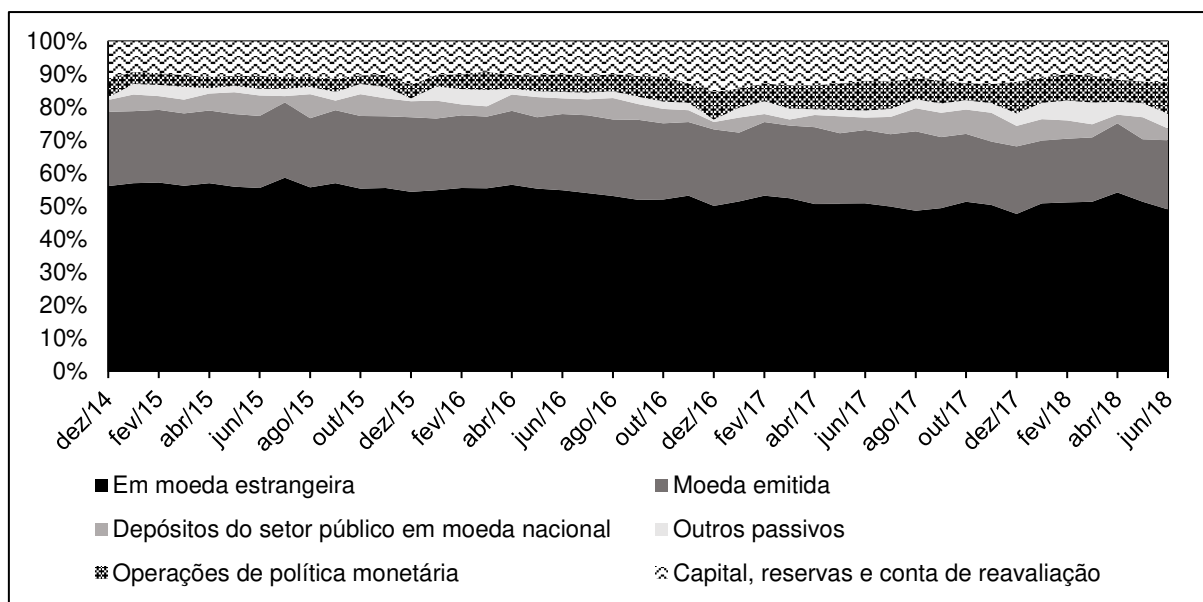
¹⁰⁰ Em alguns períodos, de maior instabilidade financeira, esses empréstimos puderam ser pagos em moeda nacional.

esses depósitos em moeda estrangeira, atuando na intermediação. Essas operações, criadas em janeiro de 2017, oscilaram a participação entre 3% e 4% do ativo total. A intermediação desses depósitos, por parte do BCT, foi importante para disponibilizar liquidez ao sistema bancário em períodos de escassez de moeda estrangeira. Além disso, a variação da sua rubrica contribuiu para a implementação da política monetária, criando uma maior inter-relação entre os instrumentos de política monetária e de intervenção cambial, como será visto no Capítulo 3.

Entre os ativos em moeda nacional com residentes, as OPM oscilaram entre 12% e 23% do ativo total, explicitando a importância dessas operações para a injeção de liquidez no sistema bancário, como será discutido no Capítulo 3. Os outros ativos variaram entre 1% e 2% do ativo total, estando inclusa a posse de títulos públicos – que podem ser utilizados como garantia para as operações compromissadas reversas –, os ativos fixos e os demais ativos.

Pelo lado do passivo do BP do BCT, entre 2014 e 2018, como pode ser verificado no gráfico 2.12, a moeda emitida variou entre 21% e 24% do passivo total enquanto as OPM do BCT variaram entre 3% e 10%.

Gráfico 2.12 – composição do passivo do BP do BCT (dez/14-jun/18)



Fonte: BCT. Elaboração própria.

O subitem Capital¹⁰¹, reservas e conta de reavaliação teve uma participação no passivo que oscilou entre 9% e 13%, sendo esta variação explicada, majoritariamente, pela conta de reavaliação (que não está inserida no Capital e Reservas) – que mostra os ganhos e perdas não realizados decorrentes da variação dos preços dos ativos. Dessa forma, no caso do BCT, os ganhos e perdas não realizados não são contabilizados no resultado, além de não serem transferidos para o governo federal. Parte do resultado financeiro é transferida para o governo federal, enquanto outra parte é retida¹⁰². Sobre os resultados do exercício, Bunea et al. (2016) afirmam que o BCT tem seguido uma política de transferência de 67% do lucro, conforme consta na lei orgânica do banco central.

Os outros passivos – provisões, pagamento de impostos, depósitos de ouro e demais passivos – variaram entre 1% e 7% do passivo total ao longo do período analisado.

Em relação aos depósitos do setor público, a conta única do Tesouro Nacional turco inclui apenas os depósitos do governo geral¹⁰³, em uma arquitetura totalmente centralizada. O BCT atuou como agente fiscal do governo turco tanto nas transações em moeda nacional quanto em moeda estrangeira, com o recebimento de impostos e os pagamentos sendo realizados por meio da intermediação do BCT (CAN, 2019). Os depósitos do setor público em moeda nacional variaram entre 3% e 9% do passivo total, enquanto os denominados em moeda estrangeira variaram entre 1% e 4% (gráfico 2.12 e 2.13).

A participação do passivo em moeda estrangeira variou entre 48% e 59% do total, com a desagregação podendo ser verificada no gráfico 2.13. A maior parte dos passivos em moeda estrangeira do BCT refere-se aos RR dos bancos nacionais bloqueados em contas especiais (variando entre 28% e 39% do passivo total) e em ouro (entre 6% e 10% do total). As reservas bancárias livres, em moeda estrangeira, em que se deve cumprir o RR ao longo do período de movimentação, variaram entre

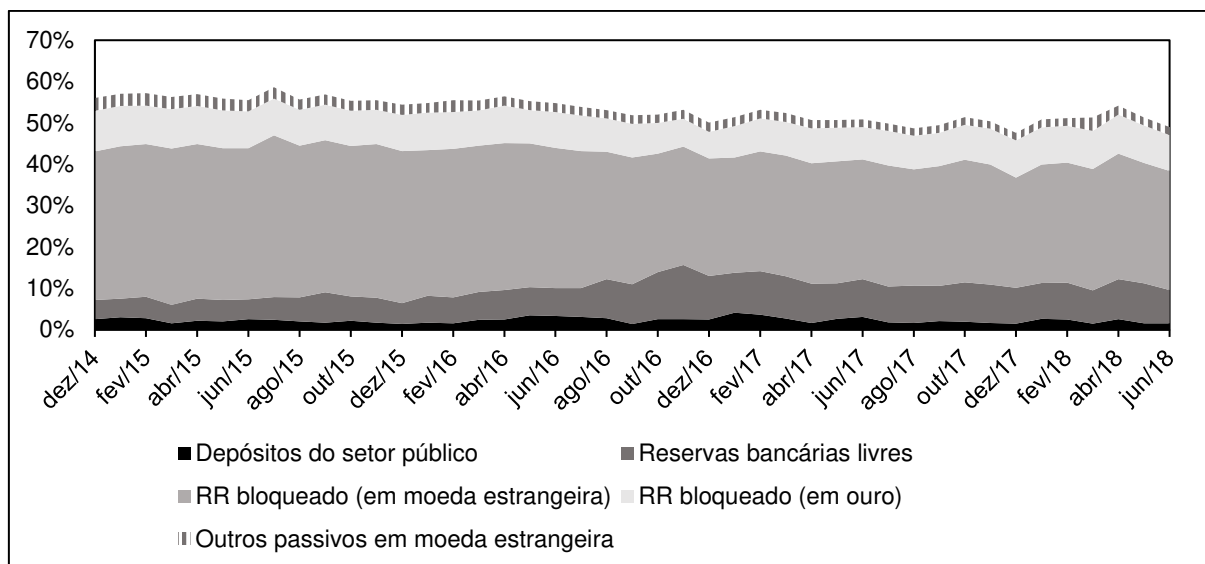
¹⁰¹ A distribuição acionária do BCT ocorre da seguinte forma: 55,12% das ações é da Secretaria do Tesouro, enquanto 19,22% é do T.C. Ziraat Bankasi (banco estatal turco). As demais ações estão distribuídas entre outros bancos.

¹⁰² Sendo utilizada para o estabelecimento de provisões, de reservas, de transferência para os acionistas e de bônus para os funcionários.

¹⁰³ De acordo com Can (2019), a partir do segundo semestre de 2018 houve uma mudança na institucionalidade da conta única, incluindo depósitos do governo central, fundos extra orçamentários, seguridade social, entre outros.

5% e 11% do passivo total. Os outros depósitos em moeda estrangeira se mantiveram entre 1% e 3% do total, sendo estas compostas pelos depósitos do FMI, depósitos de cidadãos no exterior e demais passivos.

Gráfico 2.13 – Participação do passivo em moeda estrangeira e em ouro em relação ao passivo total do BCT (dez/14-jun/18)



Fonte: BCT. Elaboração própria.

Destacou-se, pelo lado do passivo, a forte participação de depósitos em moeda estrangeira. Essa dinâmica está relacionada ao maior grau de abertura financeira no terceiro nível, que permite depósitos em moeda estrangeira no sistema financeiro doméstico, e à forma de funcionamento dos RR.

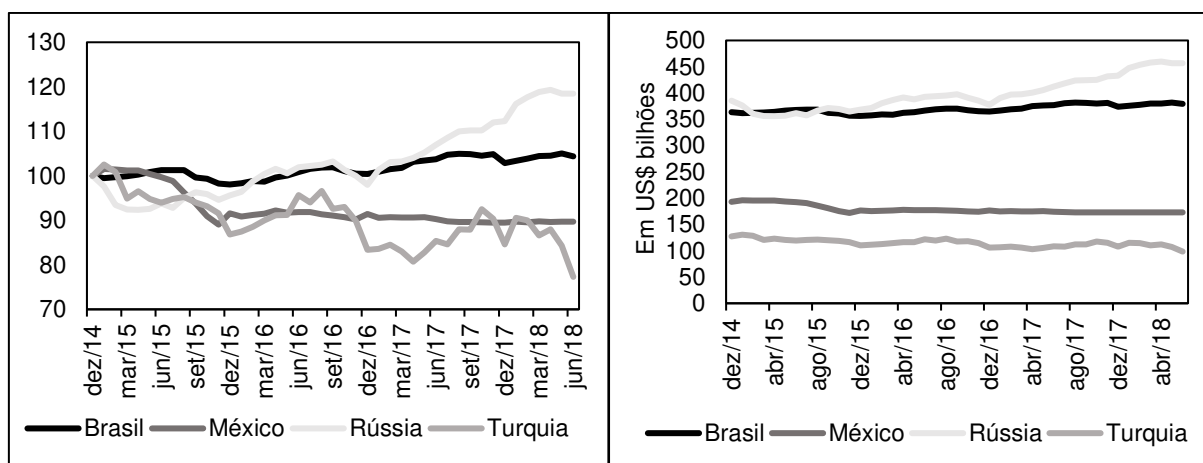
2.3 Análise comparativa da composição do BP dos estudos de caso

Nesta seção será realizada uma comparação entre os estudos de caso, destacando como a forma de inserção das economias no SMFI impactou os balanços dos bancos centrais, entre dezembro de 2014 e junho de 2018. Primeiramente, será analisado como essa forma de inserção impactou diretamente a composição do BP dos bancos centrais, por meio das intervenções cambiais no mercado à vista – destacando o acúmulo de reservas internacionais e as operações em moeda estrangeira com residentes – e nos mercados de derivativos. Em

seguida, será discutido como essa dinâmica impactou indiretamente¹⁰⁴ os demais itens do BP dos bancos centrais, com destaque para os efeitos nas OPM, nos depósitos do governo e no capital e patrimônio líquido. Ao longo da seção, também será analisado como a abertura financeira no terceiro nível levou à existência de itens denominados em moeda estrangeira em propriedade de residentes no BP dos bancos centrais, criando uma dinâmica diferenciada entre os casos selecionados.

Em relação à política de BP de intervenção cambial, em todos os casos analisados é possível verificar que já existia, previamente, um estoque de reservas internacionais, medido em dólares norte-americanos, como pode ser verificado no gráfico 2.14. Além do acúmulo de reservas internacionais no mercado à vista, os bancos centrais selecionados utilizaram – de acordo com a institucionalidade existente em cada caso – outros instrumentos para lidar com a forma de inserção no SMFI, com a possibilidade de utilização de operações no mercado à vista em moeda estrangeira no espaço nacional e de intervenções cambiais nos mercados de derivativos.

Gráfico 2.14 – Variação das reservas internacionais dos bancos centrais (dez/14 = 100 (esquerda) e em US\$ bilhões (direita))¹⁰⁵, valores mensais (dez/14-jun/18)



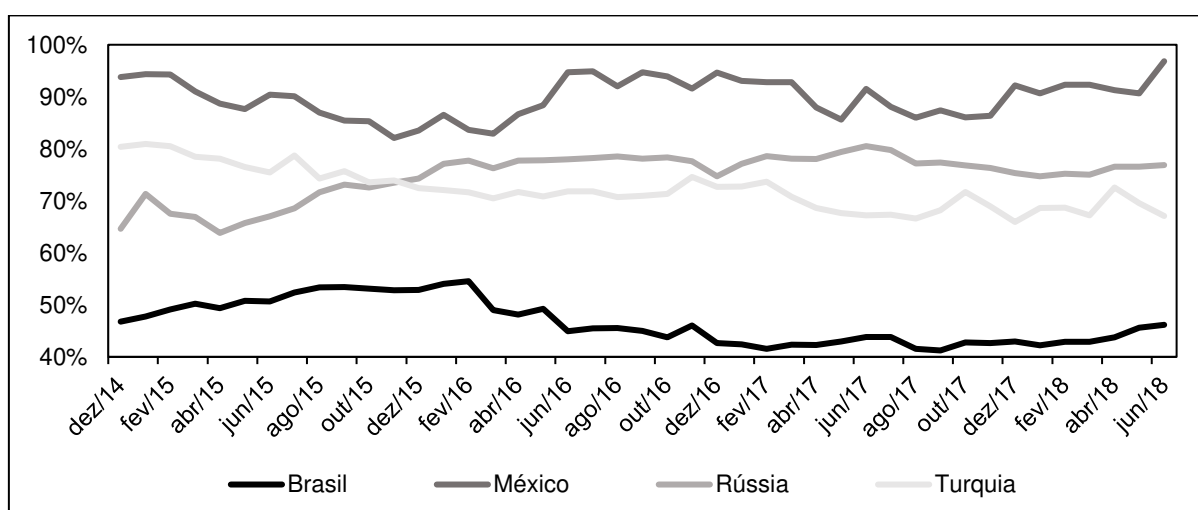
Fonte: Bancos centrais nacionais. Elaboração própria.

¹⁰⁴ Indiretamente, no sentido de como a existência das reservas internacionais, das operações em moeda estrangeira no espaço nacional e das intervenções cambiais levaram à necessidade de operações compensatórias no balanço ou de como a reavaliação dos ativos e os fluxos de perdas e ganhos dessas posições impactaram nos demais itens.

¹⁰⁵ Importante ressaltar que, apesar da maior parte das reservas internacionais dos países ser denominada em US\$ dólares norte-americanos, existem reservas internacionais denominadas em outras moedas. Dessa forma, o gráfico não mostra exatamente a variação do estoque decorrente de fluxos de entrada e saída, mas também considera a reavaliação dos preços, de acordo com a taxa de câmbio das outras moedas com o dólar norte-americano.

Em relação à participação das reservas internacionais no ativo total do banco central, a comparação pode ser verificada no gráfico 2.15. Destaca-se, com uma participação bem inferior aos demais bancos centrais, o caso do BCB¹⁰⁶. Para os outros três bancos centrais analisados, a participação das reservas internacionais no ativo total esteve sempre acima de 60% ao longo do período analisado, com destaque para o caso do BCM, em que mais de 80% do ativo foi composto por reservas internacionais, atingindo 97% em junho de 2018. As variações na participação das reservas internacionais em relação ao ativo total podem ser resultado tanto do fluxo de entrada/saída de reservas internacionais como da reavaliação do estoque em virtude da variação cambial.

Gráfico 2.15 - Participação das reservas internacionais no ativo total do banco central (dez/14-jun/18)



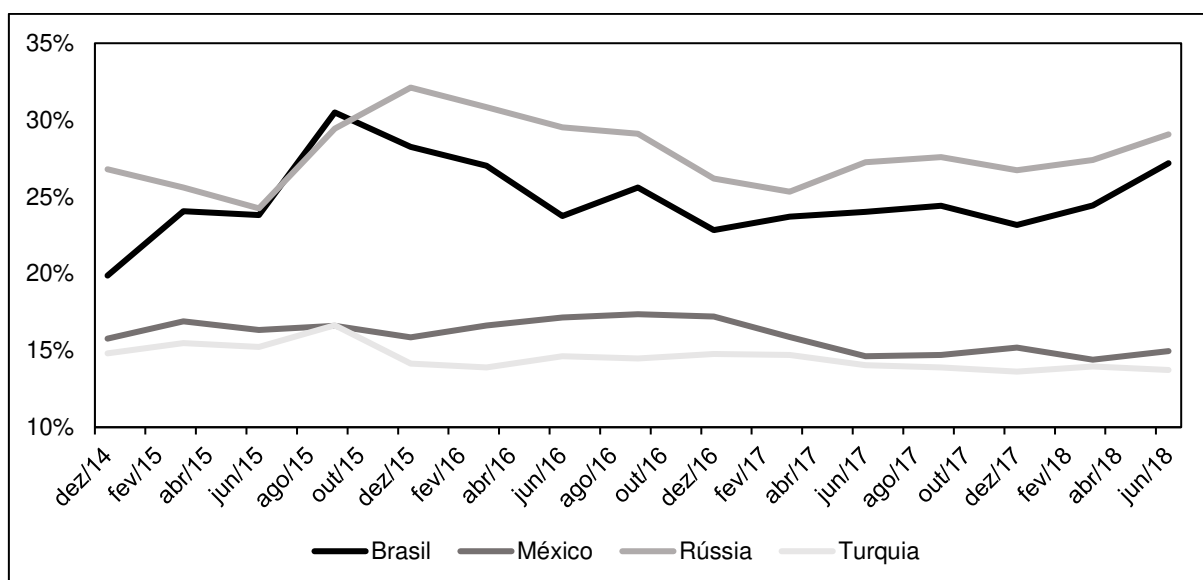
Fonte: bancos centrais nacionais. Elaboração própria.

A menor participação das reservas internacionais em relação ao balanço do BCB não significa, necessariamente, que o país possui um nível de reservas internacionais inferior ao dos demais países analisados. Como pode ser verificado no gráfico 2.16, apenas o BCR possui reservas internacionais superiores ao BCB, quando estas são analisadas em relação ao PIB. A menor participação das reservas internacionais em relação ao ativo total do BCB, a despeito de o país apresentar a segunda maior posse de reservas internacionais em relação ao PIB, é explicada

¹⁰⁶ A menor participação, em relação aos demais bancos centrais analisados, está relacionada à grande participação dos títulos públicos federais no ativo do banco central, que são utilizados como garantia para as operações compromissadas – as OPM –, que será discutido no Capítulo 3.

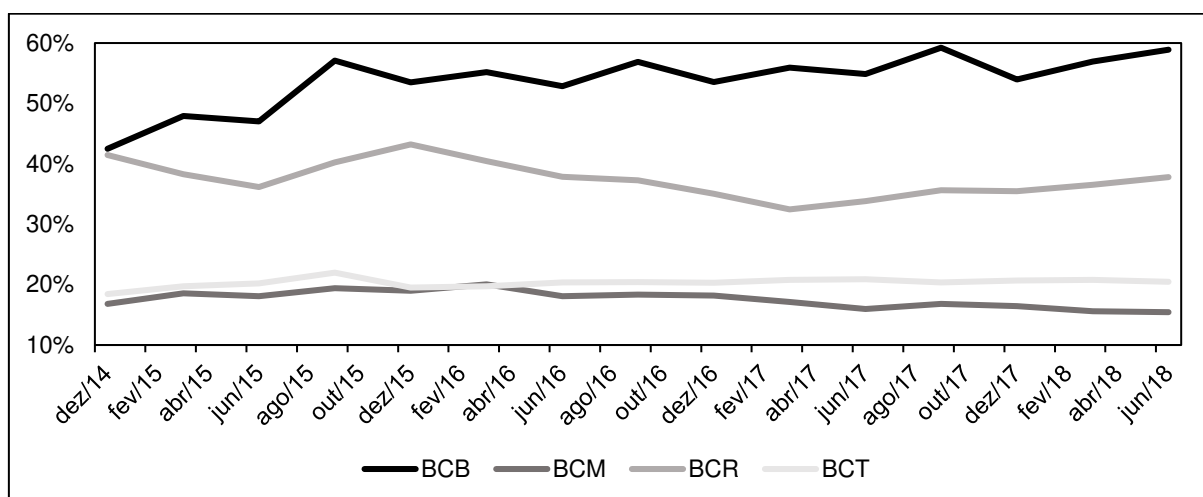
pelo tamanho do BP do BCB em relação ao PIB, quando comparado com os demais casos, como constatado no gráfico 2.17.

Gráfico 2.16 – Reservas internacionais em relação ao PIB (dez/14-jun/18)



Fonte: bancos centrais nacionais. Elaboração própria.

Gráfico 2.17 – BP dos bancos centrais em relação ao PIB (dez/14-jun/18)



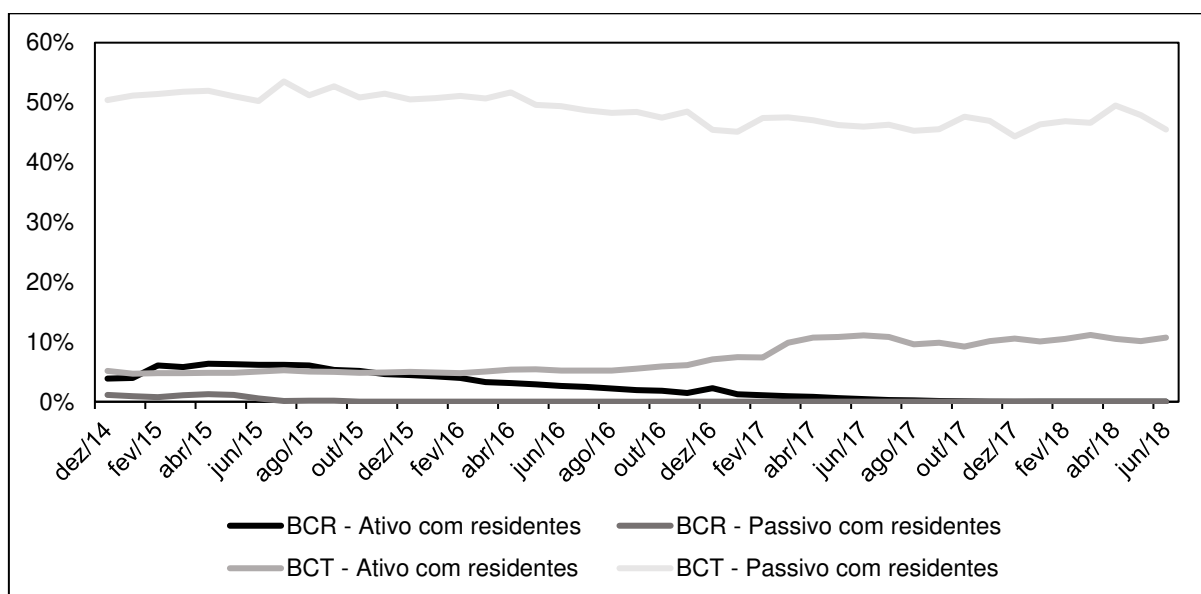
Fonte: Bancos centrais nacionais. Elaboração própria.

No gráfico 2.18 é possível verificar a participação das operações em moeda estrangeira com residentes em relação ao ativo/passivo total, excluindo os depósitos do governo federal, para o BCR e o BCT¹⁰⁷. No caso do BCR, o ativo em moeda estrangeira com residentes, que atingiu uma participação máxima de 7% do ativo

¹⁰⁷ Esses itens não foram expressivos para o BCB e para o BCM.

total, em abril de 2015, esteve associado aos empréstimos – com destaque para as operações compromissadas – para instituições de crédito, com o intuito de manter a estabilidade financeira. Os passivos em moeda estrangeira com residentes, que atingiram 1% do passivo total no início do período, referem-se aos depósitos das instituições de crédito junto ao BCR.

Gráfico 2.18 – Participação das operações em moeda estrangeira com residentes em relação ao ativo/passivo total, excluindo o governo federal (dez/14-jun/18)



Fonte: bancos centrais nacionais. Elaboração própria.

No caso do BCT, os passivos em moeda estrangeira com residentes¹⁰⁸ estiveram associados aos RR que devem ser mantidos em moeda estrangeira, com um comportamento relativamente constante ao longo do período analisado. Destaca-se que, em média, quase metade do passivo do BCT esteve denominado em moeda estrangeira. Já os ativos em moeda estrangeira, que atingiram 10% a partir de 2017, estiveram associados aos créditos de redesconto para exportadores e a intermediação dos depósitos – relacionado às OPM, que serão detalhadas no Capítulo 3.

Apesar da existência de um alto grau de dolarização tanto na Rússia quanto na Turquia, percebe-se uma importância muito maior de ativos e passivos denominados em moeda estrangeira para o caso do BCT. No caso do BCR, houve ativos em moeda estrangeira apenas na primeira metade do período analisado, com

¹⁰⁸ Inclui ouro.

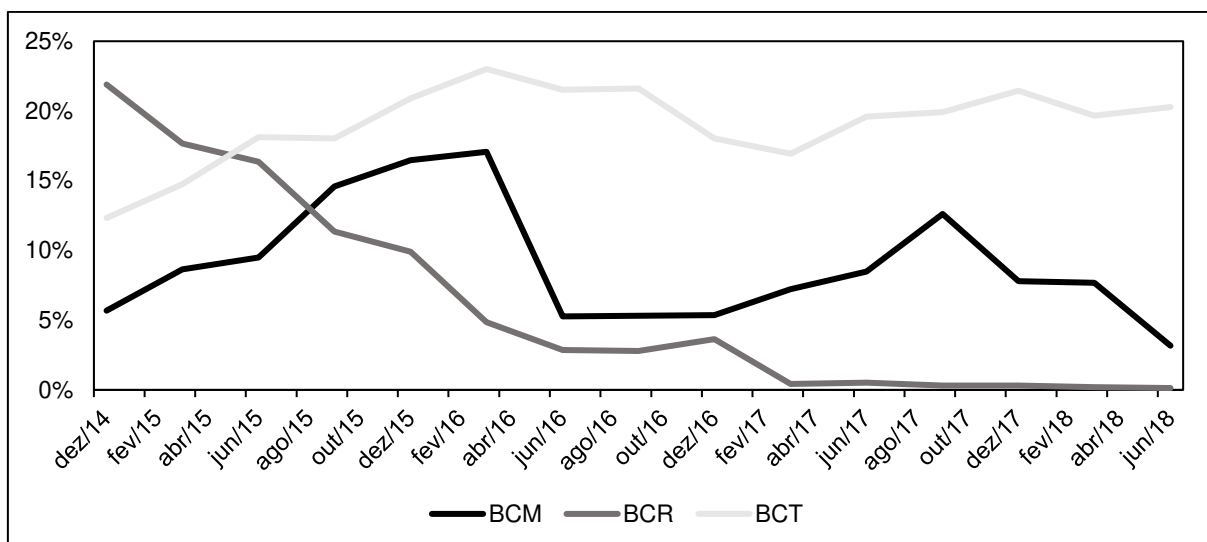
as operações de liquidez em moeda estrangeira para o sistema bancário. Enquanto no BCB e no BCM o total de operações em moeda estrangeira refletiu apenas a existência de ativo/passivo externo, no BCR e no BCT o total dessas operações refletiu também a existência de operações em moeda estrangeira com residentes, devido às características da abertura financeira, com o avanço do terceiro nível.

Nos mercados de derivativos, destacaram-se a utilização de intervenções cambiais no Brasil e no México, com os *swaps* cambiais e *forward* de divisas, respectivamente. Na Rússia e na Turquia não houve intervenções nos mercados de derivativos cambiais, ao longo do período analisado.

Após a análise do impacto direto da forma de inserção assimétrica dos países no SMFI, torna-se necessário destacar como a política de BP de intervenção cambial – tanto as operações realizadas quanto os estoques existentes – impactou, de forma indireta, os demais itens do BP dos bancos centrais.

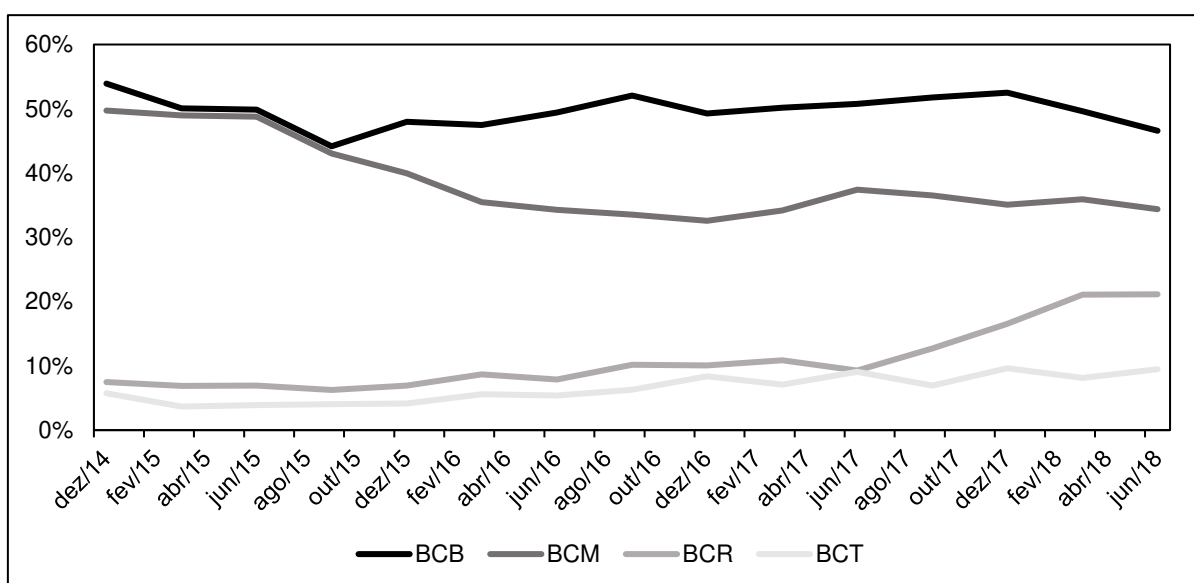
Em relação às OPM para manutenção do objetivo operacional de taxa de juros de curto prazo, as intervenções cambiais podem levar à necessidade de realização de OPM compensatórios, como discutido no Capítulo 1. Analisa-se, para cada caso, quais foram os principais fatores autônomos, averiguando se as reservas internacionais, as operações em moeda estrangeira com residentes e as operações com derivativos nos mercados cambiais tiveram um papel relevante nessa dinâmica. As OPM em relação ao ativo e ao passivo total de cada banco central podem ser verificados nos gráficos 2.19 e 2.20.

Gráfico 2.19 – OPM de injeção de liquidez em relação ao ativo total dos bancos centrais, valores trimestrais (dez/14-jun/18)



Fonte: bancos centrais nacionais. Elaboração própria.

Gráfico 2.20 – OPM de absorção de liquidez em relação ao passivo total dos bancos centrais, valores trimestrais (dez/14-jun/18)



Fonte: bancos centrais nacionais. Elaboração própria.

No caso do Brasil, de acordo com BCB (2016) – e considerando a divisão discutida no Capítulo 1¹⁰⁹ –, os principais fatores autônomos responsáveis pela injeção de liquidez, entre 2006 e 2015, foram a aquisição de reservas internacionais e os juros sobre as operações compromissadas (que serão discutidas no Capítulo

¹⁰⁹ BCB (2016) analisa os condicionantes da evolução das operações compromissadas – e não das OPM – e, portanto, coloca as reservas compulsórias como um desses condicionantes.

3), seguidos dos resultados de swaps (em 2014 e 2015) e do impacto monetário das operações do Tesouro Nacional. Nota-se que a necessidade da realização de OPM para absorção de liquidez, em grande parte devido ao acúmulo de reservas internacionais, cria a necessidade adicional de absorção de liquidez, em função dos juros pagos pelo BCB ao setor financeiro, que está em posse das operações compromissadas. Ao longo de todo o período, o BCB esteve em uma posição estrutural deficitária em relação ao sistema bancário, atuando para absorver liquidez.

Para o BCR, os relatórios anuais da instituição evidenciam que, ao longo do período analisado, as intervenções à vista no mercado cambial doméstico não levaram a modificações no nível de liquidez, com exceção de 2015, quando houve uma pequena injeção de liquidez. Os principais fatores autônomos constatados foram os depósitos do governo (com destaque para os depósitos em moeda estrangeira) e as operações com o sistema financeiro que não OPM¹¹⁰ (para reabilitação financeira de certos bancos¹¹¹). Essa última foi a grande responsável pela mudança da posição estrutural de liquidez do BCR em relação ao sistema bancário, ao longo de 2017, passando de uma posição deficitária para superavitária.

De acordo com os relatórios anuais de política monetária e cambial do BCT, entre o início de 2015 e meados de 2018, o principal fator autônomo de absorção de liquidez foi a venda líquida de moeda estrangeira em troca de moeda nacional, seguida pela moeda em circulação e pelos ganhos com juros. O principal fator autônomo de injeção de liquidez foi o crédito de redesconto para os exportadores, que era concedido em moeda nacional e deveria ser pago em moeda estrangeira. Outros itens alternaram de importância em relação à absorção e injeção de liquidez¹¹².

No caso do México, entre abril de 2015 e junho de 2018, o país manteve o nível de reservas internacionais, não influenciando a necessidade adicional de OPM

¹¹⁰ É importante ressaltar que, muitas vezes, as próprias OPM podem ser utilizadas com um propósito complementar de estabilidade financeira, ao aumentar os prazos de vencimento das operações e aceitar ativos menos seguros como garantia para a concessão de crédito. Entretanto, as OPM não são realizadas por meio de um tratamento específico e individual para determinada instituição.

¹¹¹ Como o item “outros ativos com instituições financeiras” chegou a atingir 22% do passivo total do BCR, essas operações devem ser consideradas como um aspecto muito relevante da composição do BP dessa instituição, que não foi encontrado em nenhum dos outros casos.

¹¹² O resgate/emissão de títulos públicos foi importante, em 2015, para injeção de liquidez, enquanto, em 2017, obteve cifras expressivas de absorção de liquidez. O superávit primário teve grande importância para absorção de liquidez em 2015, contribuindo para injeção de liquidez no restante do período.

para absorver ou injetar liquidez. Entretanto, o acúmulo de reservas internacionais em um período anterior contribuiu para a necessidade de realização de OPM no período analisado, refinanciando um estoque de operações de absorção de liquidez. As variações na conta única do Tesouro Nacional, assim como a moeda em circulação, foram os principais responsáveis pela variação das OPM.

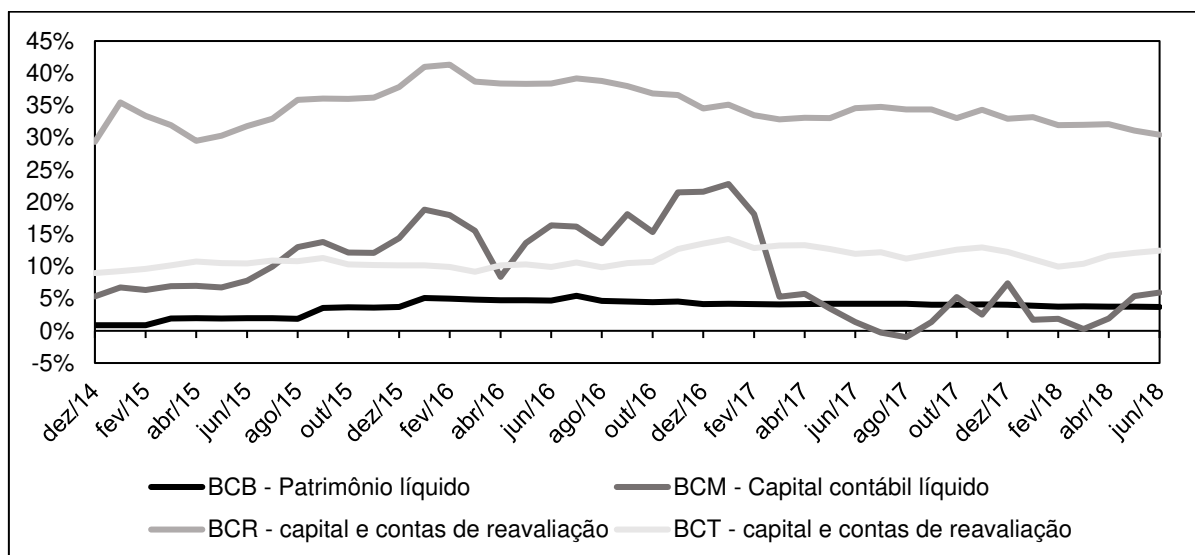
A possibilidade de estabelecer posições passivas em moeda estrangeira com residentes levou, nos casos selecionados, a uma menor necessidade de absorção de liquidez. A conversibilidade interna da moeda possibilitou que parte das reservas internacionais possuíssem uma contrapartida contábil, pelo lado do passivo, denominada em moeda estrangeira. Contabilmente, essa estrutura não resultou em variações no nível de liquidez no mercado interbancário em moeda nacional, não levando a modificações na taxa de juros de curto prazo.

A reavaliação dos ativos foi um fator de grande importância para a compreensão de como a posse de reservas internacionais pode impactar indiretamente a composição do BP do banco central, por meio de sua influência no resultado da instituição, na conta de reavaliação e/ou na conta única do governo federal, de acordo com a institucionalidade existente.

No gráfico 2.21 é possível verificar as contas de patrimônio líquido de reavaliação e de capital dos diferentes casos analisados. Para o BCB, os dados são apenas do patrimônio líquido, já que não há uma conta de reavaliação de ativos. Como analisado, no BCB os ganhos não realizados são transferidos, semestralmente, para a conta única do Tesouro Nacional, enquanto as perdas não realizadas levam à transferência de títulos públicos federais para o banco central. Por isso, observa-se uma relativa estabilidade na conta do patrimônio líquido. Nos outros três casos, está inclusa a conta de reavaliação. A existência da conta de reavaliação levou a uma maior instabilidade na participação desse item no passivo total dos bancos centrais. Por um lado, destacou-se uma alta participação da conta capital e reservas no caso do BCR. De outro lado, a forte volatilidade do capital

contábil líquido no BCM¹¹³, inclusive tendo ficado a descoberto em alguns momentos, como em agosto de 2017.

Gráfico 2.21 – Contas de patrimônio líquido, de reavaliação e de capital¹¹⁴ (dez/14-jun/18)



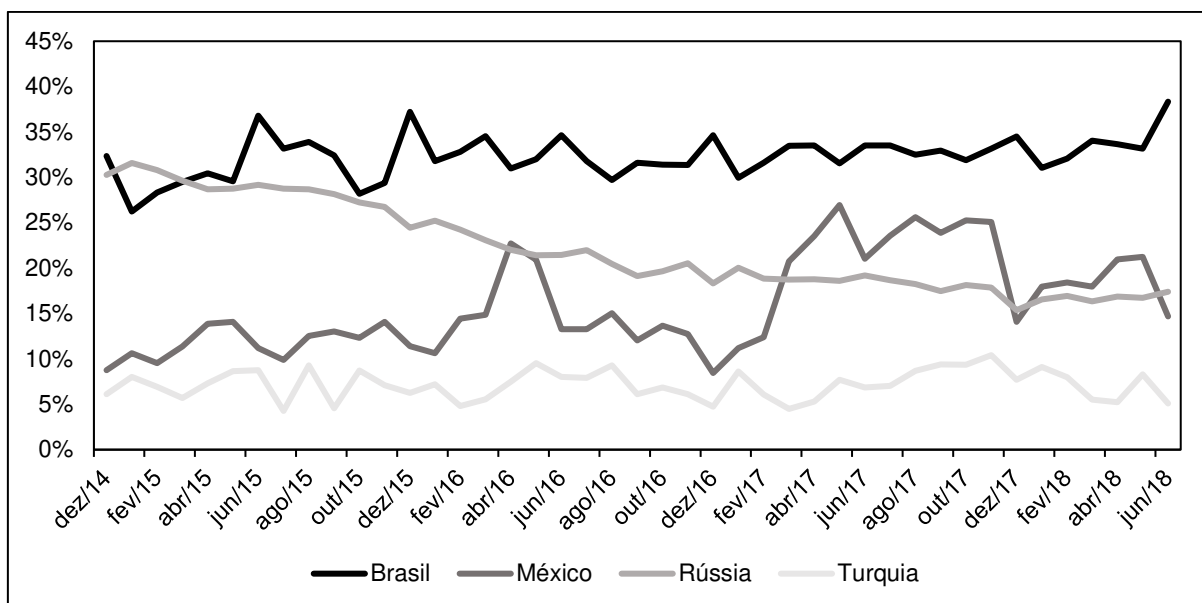
Fonte: bancos centrais nacionais. Elaboração própria.

A participação dos depósitos do governo federal – incluindo depósitos em moeda nacional e estrangeira – no passivo total (dados mensais) pode ser verificada no gráfico 2.22. Como discutido no Capítulo 1, grande parte da variação dos depósitos da conta única possui uma certa previsibilidade devido ao seu caráter sazonal. Apesar de participações diferentes, para todos os casos essa conta foi importante na composição do passivo dos bancos centrais, com destaque para o BCB. De maneira geral, a forma de inserção no SMFI impactou indiretamente os depósitos do governo federal – em moeda nacional – por meio da relação entre a forma de contabilização do resultado do banco central e as regras de transferência para a conta única.

Gráfico 2.22 - Depósitos do governo federal em relação ao passivo total do banco central – inclui moeda nacional e estrangeira (dez/14-jun/18)

¹¹³ A análise do resultado do BCM, entre 2014 e 2018, mostrou que o resultado está fortemente associado aos ganhos e perdas com a variação cambial, com grandes ganhos nos três primeiros anos (2014, 2015 e 2016) e perdas nos últimos dois (2017 e 2018).

¹¹⁴ No caso do BCM, inclui outros passivos. Entretanto, de acordo com as demonstrações financeiras anuais, grande parte do valor e da variação estão associados ao capital contábil líquido.



Fonte: Bancos centrais nacionais. Elaboração própria.

Apesar do caráter sazonal e de uma certa previsibilidade nas variações da conta única, é importante destacar, para cada caso, como os desdobramentos da forma de inserção no SMFI puderam impactar essa dinâmica.

No caso do BCB, as regras de transferência dos resultados entre o BCB e o Tesouro é essencial para compreender como a existência de um estoque de reservas internacionais contribuiu para inflar a conta única. De Conti (2016) aponta que a forma de transferência dos resultados entre o BCB e o Tesouro vigente no período analisado aumentou essa conta em função de quatro aspectos: 1) a existência de uma assimetria entre as transferências; 2) a periodicidade semestral das transferências; 3) o volume das reservas internacionais; e 4) a volatilidade da taxa de câmbio.

No BCM, é possível visualizar nos gráficos 2.20 e 2.21 uma relação inversa entre a conta de capital contábil líquido e os depósitos do governo federal. Ou seja, o acúmulo de reservas internacionais, compreendido como uma resposta das economias emergentes à inserção no SMFI, influenciando o resultado e o capital contábil líquido que, por sua vez, impactou os depósitos do governo federal.

Na Rússia e na Turquia, os depósitos do governo nos bancos centrais também incluem depósitos em moeda estrangeira. No BCR, grande parte desses depósitos esteve denominado em moeda estrangeira, assistindo a uma diminuição da participação desse item ao longo do período analisado. Como visto, no BCR, os

depósitos em moeda estrangeira referem-se ao fundo soberano, advindo das receitas com venda de gás e petróleo.

2.4 Considerações finais

O capítulo analisou a composição do balanço dos bancos centrais do Brasil, do México, da Rússia e da Turquia entre dezembro de 2014 e junho de 2018, explicitando, de forma detalhada, os itens existentes em cada um desses balanços.

Buscou-se averiguar como a forma de inserção dessas economias no SMFI contemporâneo impactou diretamente e indiretamente a composição do balanço dos bancos centrais. De forma direta, constatou-se, em todos os casos, a existência de um grande estoque de reservas internacionais, além de outras operações envolvendo moeda estrangeira. De forma indireta, a existência de ativos e passivos em moeda estrangeira levou a variações em outros itens, como nas OPM, na conta de Patrimônio Líquido, Capital e Reservas de reavaliação, considerando a institucionalidade de cada um dos itens.

Em função do grau de abertura financeira no terceiro nível, destacou-se uma dinâmica diferenciada entre, por um lado, os balanços do BCB e do BCM e, de outro, os balanços do BCR e do BCT no que diz respeito às relações contábeis em moeda estrangeira com residentes. Enquanto nos dois primeiros casos essas operações não possuíram relevância para a composição do BP do banco central, no caso dos dois últimos observou-se uma certa importância, com destaque para o caso turco. A diferença no grau de abertura financeira será essencial para a compreensão da existência de uma maior inter-relação entre os instrumentos de implementação da política monetária, em sua forma convencional, e de intervenção cambial para os casos do BCR e do BCT. O Capítulo 3 discute a institucionalidade da implementação da política monetária em sua forma convencional nos países em tela.

CAPÍTULO 3: A implementação da política monetária em economias emergentes entre dezembro de 2014 e junho de 2018

No Capítulo 3 serão discutidos os instrumentos e as OPM utilizadas pelos quatro bancos centrais selecionados para manter o objetivo operacional de taxa de juros de curto prazo na meta estabelecida. Ou seja, o foco será a implementação da política monetária em sua forma convencional.

O objetivo do capítulo consiste em analisar as similaridades e as diferenças dos instrumentos e das OPM nas quatro economias selecionadas, levando em consideração as implicações da conversibilidade interna da moeda sobre as possibilidades de realização de novas formas de operações com os três instrumentos de política monetária – OMA, SF e RR. Essas novas possibilidades estão relacionadas à realização de OPM envolvendo a utilização de moeda estrangeira.

Em relação aos instrumentos de política monetária, a importância da análise se assenta não apenas na constatação dos instrumentos utilizados e das regras existentes em cada caso, mas também na relevância deles para a implementação da política monetária, em sua forma convencional, em cada um dos casos. Esse último aspecto pode ser captado tanto pela importância relativa de cada instrumento em relação ao total das OPM, quanto em sua participação em relação ao PIB ao longo de determinado período.

Grande parte da literatura discute a institucionalidade existente na implementação da política monetária citando os tipos de operações e de instrumentos permitidos, sem ponderar o que efetivamente é utilizado – ou seja, os tipos de operações com os instrumentos que são permitidos pela institucionalidade, mas que ou não são utilizados ou possuem uma importância marginal.

Por exemplo, BIS (2019) discorre detalhadamente sobre a institucionalidade da implementação da política monetária em diversos países, mas não entra na discussão do que é efetivamente colocado em prática e do que não é. Nyawata (2013), por sua vez, ao analisar uma amostra de 89 países em relação às operações

realizadas para absorção de liquidez, pondera quantos bancos centrais utilizam títulos próprios, quantos utilizam títulos públicos federais (emitidos Tesouros Nacionais) e quantos utilizam os dois, sem considerar a participação relativa das operações. Gray (2011), com base no *survey* de bancos centrais do FMI, discorre sobre os diferentes usos de RR entre os diferentes bancos centrais, com foco nas diferentes regras existentes. Apesar de realizar uma análise mais aprofundada em alguns casos, para a maioria apenas aponta a institucionalidade existente, sem um maior detalhamento sobre a sua importância para a implementação da política monetária.

Apesar da contribuição dessas pesquisas, elas não levam em consideração a importância efetiva de cada instrumento para a implementação da política monetária. Ou seja, pode ser que a institucionalidade permita, ou mesmo que o banco central realize determinada operação, mas a sua participação em relação ao total das OPM seja ínfima, esporádica ou até mesmo nem colocada em prática.

Inicia-se, cada estudo de caso, com os dados trimestrais que sintetizam as OPM totais de cada banco central em relação ao PIB. Após isso, analisa-se, de forma mais aprofundada, a institucionalidade de cada caso, utilizando os valores nominais das operações. Se, por um lado, a análise dos dados trimestrais permite uma visão geral dos principais instrumentos de política monetária utilizados ao longo do período selecionado, a melhor compreensão das características e da forma de funcionamento de cada tipo de operação requer uma análise dos valores nominais diários. Por fim, será realizada uma análise comparativa dos resultados obtidos.

Nas primeiras quatro seções serão realizados os estudos de caso da implementação da política monetária. Na seção 3.5 será feita uma análise comparativa dos resultados. Na seção 3.6 serão realizadas considerações finais.

3.1 A implementação da política monetária pelo BCB¹¹⁵

¹¹⁵ Além dos dados disponibilizados nas séries temporais do BCB, foram utilizados as informações referentes: 1) às demonstrações financeiras; 2) às notas para a imprensa; 3) às circulares do BCB; e 4) às discutidas no próprio site da instituição.

O objetivo operacional do BCB é a meta de taxa de juros definida para a Selic¹¹⁶. A taxa Selic pode ser definida como a taxa de juros utilizada no mercado interbancário para a contratação de operações diárias, com lastro em títulos públicos federais. Ao definir a meta da taxa Selic, o BCB busca influenciar o custo das operações interbancárias, de acordo com as necessidades da estratégia de política monetária. Para isso, conforme a meta estabelecida, o BCB utilizará os instrumentos de política monetária para regular a disponibilidade e o custo das reservas bancárias¹¹⁷, de forma a manter a taxa de juros efetiva próxima à meta.

No BCB, a implementação da política monetária ocorre predominantemente pela utilização de dois instrumentos: 1) as operações compromissadas de mercado aberto (OMA-compromissadas); e 2) os depósitos compulsórios, com os RR. Como pode ser verificado na tabela 3.1, esses instrumentos foram utilizados exclusivamente para absorção do excesso de liquidez do sistema bancário, não existindo OPM de injeção de liquidez. Entre dezembro de 2014 e junho de 2018, destacou-se a maior participação das OMA-compromissadas, variando entre 17% e 22% do PIB, enquanto os RR ficaram entre 7% e 8% do PIB.

Tabela 3.1 – Estoque de OPM de absorção de liquidez do BCB em relação ao PIB, valores trimestrais (dez/2014-jun/2018)

	dez/14	mar/15	jun/15	set/15	dez/15	mar/16	jun/16	set/16	dez/16	mar/17	jun/17	set/17	dez/17	mar/18	jun/18
Absorção de liquidez															
OMA - compromissadas	17%	18%	17%	18%	18%	18%	19%	22%	19%	20%	20%	22%	19%	21%	20%
RR	7%	7%	7%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	9%	8%	8%	7%

Fonte: BCB. Elaboração própria.

Para a melhor compreensão da forma de implementação das OPM do BCB, torna-se necessário aprofundar a análise de cada um desses dois instrumentos.

O principal instrumento das OPM utilizado pelo BCB são as OMA-compromissadas. Essas operações são lastreadas em títulos públicos federais em posse do BCB, com a realização de leilões diariamente. Contabilmente, uma operação de absorção de liquidez ocorre da seguinte forma: pelo lado do passivo, o banco central toma emprestado recursos do sistema bancário nacional, transformando parte das reservas bancárias (ativos líquidos) em obrigações com o sistema bancário nacional (menos líquidos). Pelo lado do ativo, os títulos públicos

¹¹⁶ Sistema Especial de Liquidação e de Custódia.

¹¹⁷ A titularidade da Conta Reservas Bancárias do BCB é regida de acordo com a circular 3.438/2009.

federais, utilizados como garantia, se mantêm sob posse do BCB, passando da condição de “Títulos livres” para a de “Títulos vinculados a operações compromissadas”. A composição dos títulos públicos federais em posse do BCB em 30 de junho de 2018 pode ser verificada na tabela 3.2, em que 64% desses títulos estavam vinculados às operações compromissadas¹¹⁸.

Tabela 3.2 – Títulos públicos federais em posse do BCB em 30/06/18 (R\$ bilhões)¹¹⁹

Prazo de vencimento	total	% do total
Títulos livres	597	34%
Títulos vinculados a operações compromissadas	1123	64%
Títulos vinculados a garantias de operações	47	3%
Títulos vinculados a operações de empréstimo	0	0%
Total	1767	100%

Fonte: BCB. Demonstrações financeiras sintéticas intermediárias em 30 de junho de 2018.

Apesar da posse de títulos públicos federais pelo BCB, a instituição está proibida de financiar o Tesouro Nacional, não podendo adquirir títulos públicos federais no mercado primário. É importante compreender como ocorre a transferência dos títulos públicos federais para a carteira do BCB. Como explicam Higa e Afonso (2009), o Tesouro Nacional emite títulos que vão para a carteira do BCB, para fins de política monetária, de forma a não ir contra a LRF. Quando vencem, eles são substituídos por outros títulos públicos¹²⁰. A transferência dos títulos públicos federais para o BCB ocorre de acordo com a Lei 11.803, de 2008. É importante ressaltar que – desde 2000, com a LRF – não é permitido que o BCB emita títulos próprios.

A média móvel mensal de 12 meses de OMA-compromissadas do BCB, no gráfico 3.1, mostra o estoque e o perfil do prazo de vencimento dessas operações. Entre dezembro de 2014 e junho de 2018 constatou-se a necessidade de

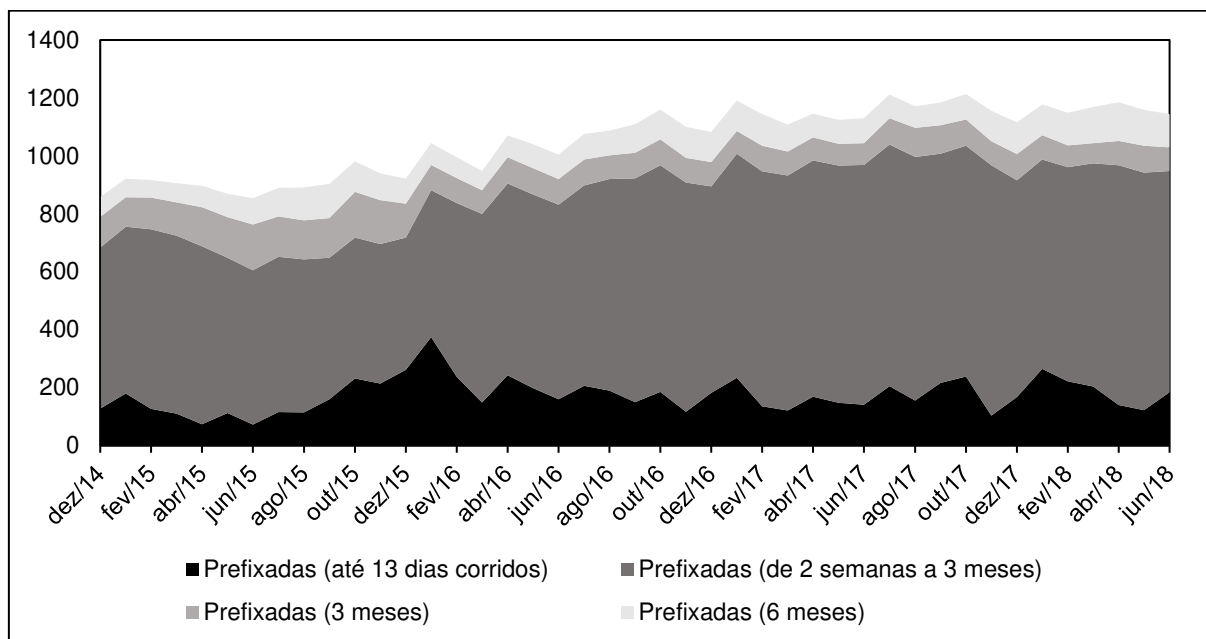
¹¹⁸ BCB (2017).

¹¹⁹ Os títulos livres referem-se aos títulos que estão disponíveis para serem utilizados como garantia nas operações compromissadas, nas garantias de operações (*swaps*) e nas operações de empréstimo (redesconto).

¹²⁰ Higa e Afonso (2009) buscam discutir, sob a ótica das implicações para a política fiscal, os aspectos das relações entre o BCB e o Tesouro Nacional. A possibilidade de o BCB comprar e vender títulos públicos federais como instrumento de política monetária está contemplada na Lei nº 4.595, de 1964, com essa atribuição sendo reafirmada na Constituição Federal de 1988.

manutenção de um grande estoque de OMA-compromissadas para absorção de liquidez, com a existência de operações com prazos de vencimento variados.

Gráfico 3.1 – Média móvel mensal de 12 meses de estoque de OMA-compromissadas do BCB, por prazo de vencimento, em bilhões de reais (dez/14-jun/18)¹²¹

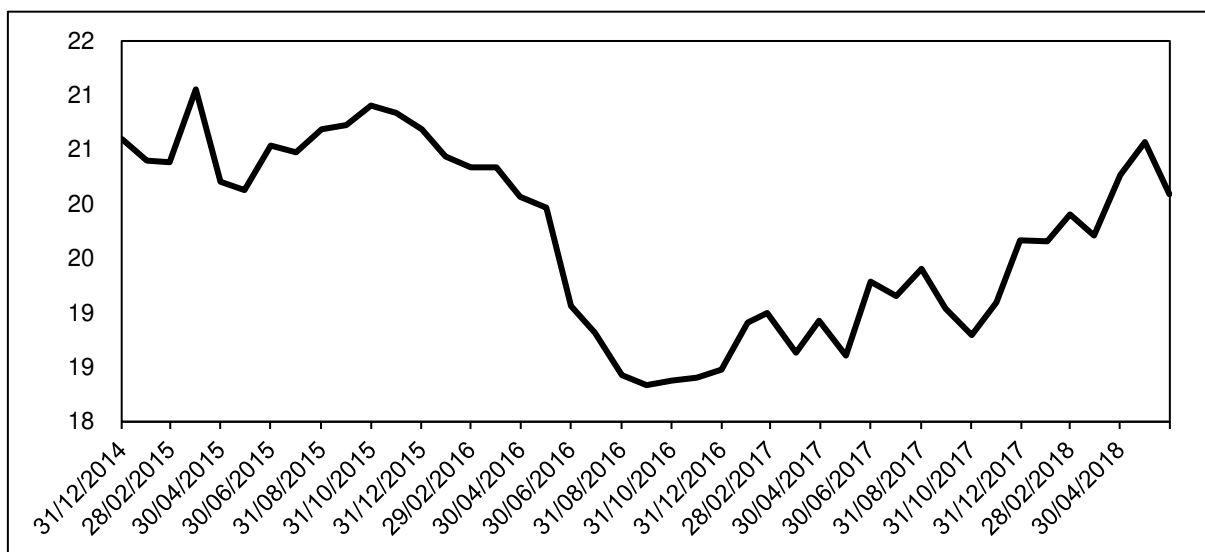


Fonte: BCB. Notas para a imprensa - abril/2019. Elaboração própria.

Entretanto, para uma análise mais aprofundada do prazo de vencimento das OMA-compromissadas, é importante complementá-la. Pelo gráfico 3.2 é possível verificar que a maior parcela dessas operações ocorre com prazo de vencimento de até 3 meses. Entretanto, como pondera Pellegrini (2017, p. 13), “...o prazo é ainda menor por conta do tempo transcorrido desde a contratação da operações até o dia em que a estatística é apurada”. No gráfico 3.2 é possível verificar o prazo médio de vencimento das operações compromissadas (média móvel dos últimos 12 meses), evidenciando o curto prazo das mesmas, que variaram entre 18 e 21 dias. Ou seja, no curto prazo, um estoque de OMA-compromissadas (que chegou a atingir 22% do PIB, em setembro de 2017) deve ser refinanciado para manter a taxa Selic na meta estabelecida. Destaca-se, além do curto prazo das operações, uma alta participação das compromissadas em relação ao PIB.

¹²¹ Em junho de 2018, houve uma pequena participação de OMA-compromissadas pós-fixadas com 9 meses de prazo de vencimento.

Gráfico 3.2 – Prazo médio de vencimento das operações compromissadas¹²² do BCB (média móvel dos últimos 12 meses) – em dias úteis (dez/14-jun/18)



Fonte: BCB. Notas para a imprensa - abril/2019. Elaboração própria.

Se, por um lado, a lógica de curto prazo dessas operações possibilita uma maior flexibilidade para a implementação da política monetária – ao permitir mudanças de curto prazo em seu direcionamento –, por outro lado, não há operações de absorção de liquidez de longo prazo, o que impõe a necessidade de refinanciamento de um grande estoque de OPM no curto prazo.

É importante destacar que, apesar das operações compromissadas do BCB serem, majoritariamente, de curto prazo, os títulos públicos federais utilizados como garantia devem ter prazos superiores aos das operações. No Brasil, a maior parte dessas operações utiliza títulos com vencimento superior a um ano¹²³ para lastreá-las. A posse, por parte do BCB, de títulos públicos federais de prazos mais alongados contribui para a condução da política monetária, já que o BCB não precisa recorrer sistematicamente à Secretaria do Tesouro Nacional para adquiri-los.

O segundo instrumento de política monetária amplamente utilizado pelo BCB foram os RR, com os depósitos compulsórios, que devem ser realizados em espécie¹²⁴. No Brasil, vigoram os RR em relação aos Recursos à vista, a Prazo e de

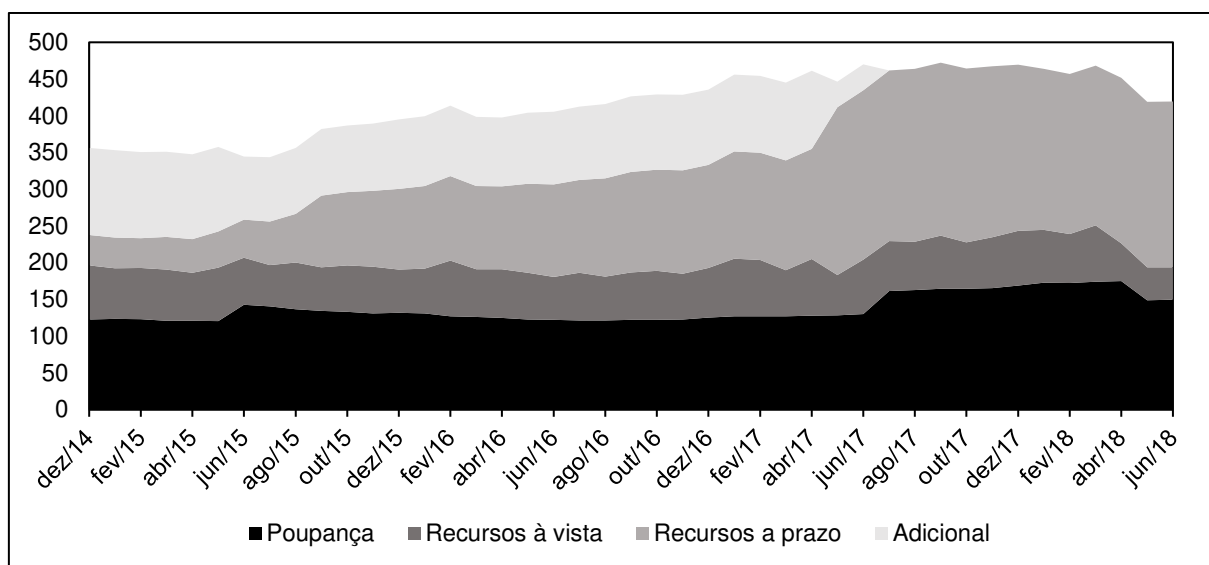
¹²² Considerando apenas as operações tomadores de recursos.

¹²³ Os títulos utilizados para essas operações são: Tesouro Prefixado (LTN), Tesouro Selic (LFT), Tesouro IPCA + com Juros Semestrais (NTN-B) e Tesouro Prefixado com Juros Semestrais (NTN-F).

¹²⁴ Até 2010, esses depósitos poderiam ser feitos em títulos públicos federais.

Poupança, como pode ser verificado no gráfico 3.3. Os compulsórios adicionais (sobre depósitos à vista, poupança e depósitos a prazo) foram criados para lidar com a instabilidade financeira, em 2002, no contexto da crise econômica. Em 2012, foram extintos os compulsórios adicionais para os depósitos à vista. Em 2017, houve a unificação do depósito a prazo adicional com os depósitos compulsórios a prazo, o que pode ser verificado pelo aumento da alíquota do primeiro, em janeiro de 2017, de 25% para 36%, enquanto o segundo passou de 11% para 0%. Os compulsórios adicionais de Poupança também foram zerados em julho de 2017.

Gráfico 3.3 – Recolhimento do Compulsório pelo BCB, por modalidade, valores mensais – em R\$ bilhões (dez/14-jun/18)¹²⁵



Fonte: BCB. Elaboração própria.

O valor dos RR de cada modalidade é determinado por meio de uma alíquota, que incide sobre a média dos valores sujeitos a recolhimento (VSR), como consta na tabela 3.3.

Tabela 3.3 – Alíquota sobre depósitos compulsórios do BCB (dez/2014-jun/2018)

	Recursos à vista	Depósitos a prazo	Poupança	Compulsórios adicionais		
				Recursos à vista	Depósitos a prazo	Poupança
dez/14	45%*	20%*	20%*	0%*	11%*	10%*
jun/15	"	"	24,5%	"	"	5,5%

¹²⁵ Os recolhimentos adicionais foram calculados pela diferença do total de recolhimento compulsório e da soma dos recolhimentos compulsório de poupança, de recursos à vista e de recursos a prazo.

ago/15	"	25%	"	"	"	"
jan/17	"	36%	"	"	0%	"
jul/17	"	"	"	"	"	0%
dez/17	40%	34%	"	"	"	"
abr/18	25%	"	20%	"	"	"
Jun/18	25%*	34%*	20%*	0%*	0%*	0%*

*Alíquota vigente no mês.
Fonte: BCB.

Ao longo do período analisado, percebe-se uma tendência de diminuição das alíquotas dos compulsórios em relação aos recursos à vista (de 45% para 25%); de aumento das alíquotas dos compulsórios sobre depósitos a prazo (de 31% para 34%, contando os adicionais); e de diminuição dos compulsórios de poupança (de 30% para 20%).

As alíquotas variaram ao longo do tempo em função de decisões de política econômica relacionadas ao estímulo da economia (por meio da concessão de crédito) e de manutenção da estabilidade financeira (por meio do aumento da liquidez do setor bancário). Entretanto, considerando que o banco central deve atuar para manter a taxa de juros na meta estabelecida, a diminuição das alíquotas dos depósitos compulsórios leva a um aumento da liquidez no mercado interbancário, pressionando para uma queda da taxa de juros. De forma a mantê-la na meta, o BCB deve atuar absorvendo o excesso de liquidez por meio de outras operações; no caso brasileiro, pelas OMA-compromissadas. Como discutido no Capítulo 1, os RR não estão associados à contenção/expansão do crédito, mas sim à política monetária e ao bom funcionamento do sistema de pagamentos.

As modalidades dos RR ficam dispostas no passivo do BCB de forma diferenciada. Enquanto os depósitos compulsórios relacionados aos recursos a prazo e de poupança ficam congelados no passivo do BCB, os depósitos compulsórios relacionados aos recursos à vista seguem uma metodologia diferente de cálculo, com esses recursos (que formam as reservas bancárias) estando parcialmente livres, já que existem limites para sua utilização.

A metodologia para o cálculo do valor do RR sobre os recursos à vista é dividida em período de cálculo e em período de movimentação. Como pode ser verificado no quadro 3.1, no período de cálculo (início na segunda-feira de uma semana e término na sexta-feira da semana subsequente) será definida a exigibilidade média para cada instituição financeira, que deve ser cumprida no período de movimentação (que se inicia na segunda-feira da segunda semana seguinte ao fim do período de cálculo e termina na sexta-feira da semana seguinte). Somado a isso, as instituições financeiras são divididas em dois grupos (A e B), com uma defasagem de uma semana entre cada grupo¹²⁶.

No período de movimentação, o saldo mínimo, ao final de cada dia, não pode ser inferior a 65% da exigibilidade média definida, permitindo às instituições lidarem com eventuais problemas de liquidez diária. Ao final de cada período de movimentação, o saldo médio na conta Reservas Bancárias não pode ser inferior a 100% da exigibilidade apurada¹²⁷. Como discutido no Capítulo 1, a existência de um período de movimentação diminui a necessidade de intervenções diárias do banco central por meio de outros instrumentos, já que proporciona mais flexibilidade para a utilização das reservas bancárias por parte do sistema bancário.

Quadro 3.1 - Período de Movimentação e Período de Cálculo dos Recolhimentos de Compulsório de Recursos à Vista

Seg	Ter	Qua	Qui	Sex	Seg	Ter	Qua	Qui	Sex	Seg	Ter	Qua	Qui	Sex	Seg	Ter	Qua	Qui	Sex	Seg	Ter	Qua	Qui	Sex	Seg	Ter	Qua	Qui	Sex
Período de Cálculo					Período de Cálculo																								
										Período de Movimentação										Período de Movimentação									

Fonte: Circular do BCB nº 3.917/18. Elaboração própria.

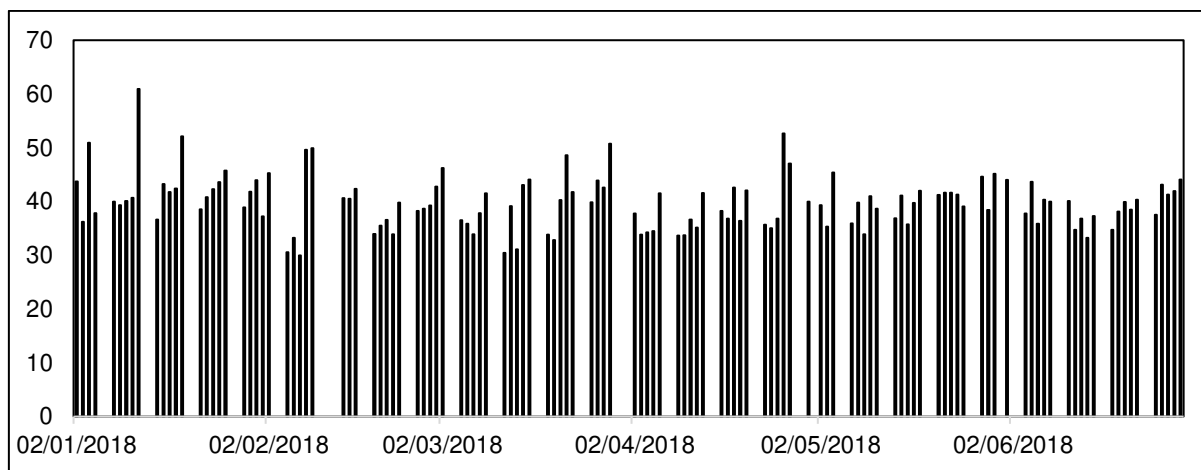
No gráfico 3.4 é possível verificar o saldo diário das Reservas Bancárias no primeiro semestre de 2018, evidenciando o grau de liberdade para a utilização dessas reservas, ao longo dos dias. A volatilidade desses saldos está relacionada à necessidade de liquidez para a efetuação dos pagamentos entre as instituições financeiras e às regras subjacentes ao cálculo dos recolhimentos compulsórios à vista. Como o término do período de movimentação ocorre às sextas-feiras (os

¹²⁶ Isso é realizado para suavizar a pressão por demanda de reservas bancárias no último dia do período de movimentação. Com essa divisão em dois grupos, toda sexta-feira é o último dia do período de movimentação de um dos dois grupos.

¹²⁷ Ou seja, dentro de um mesmo período de movimentação, deficiências de compulsórios em um dia, devem ser compensadas em outro. Para uma melhor compreensão das regras dos compulsórios, ver Série “Perguntas Mais Frequentes”, Depósitos Compulsórios do Banco Central do Brasil.

espaços em branco mais alargados referem-se aos finais de semana), é esperado que nesse dia o saldo das reservas bancárias seja superior aos demais, para conseguir satisfazer os critérios desses depósitos compulsórios.

Gráfico 3.4 – Saldo diário das Reservas Bancárias do BCB no primeiro semestre de 2018, em bilhões de R\$

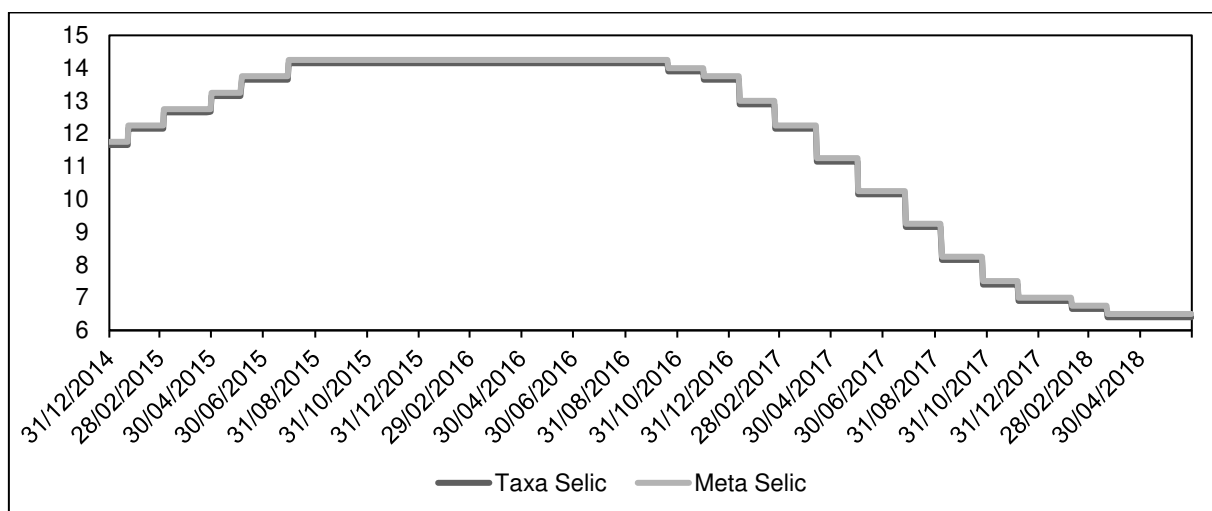


Fonte: BCB. Elaboração própria.

Como ponderam Borio (1997) e Torres (1999), a utilização do método de recolhimento do compulsório pela média das posições diárias diminui a necessidade de gerenciamento de liquidez por parte dos bancos centrais. Essa dinâmica ocorre porque parte da variação da posição de liquidez diária do sistema bancário pode ser realizada por meio de mudanças na posse das reservas bancárias. Conforme o período de movimentação avança, menor o efeito do método de recolhimento compulsório para minimizar a necessidade de gerenciamento de liquidez por parte dos bancos centrais. Além disso, como as reservas bancárias que excederem os depósitos compulsórios não são remuneradas, busca-se minimizar esse excedente.

Apesar da possibilidade de utilização das SF como instrumento de política monetária, elas são utilizadas marginalmente no Brasil. BIS (2019) afirma que no país as SF cobram taxas de juros que se distanciam 80 pontos base da meta estabelecida (meta da taxa Selic), tanto para as de crédito quanto para as de depósito, formando um corredor de taxa de juros. A taxa Selic e a Meta Selic, entre dezembro de 2014 e junho de 2018, podem ser verificadas no gráfico 3.5, evidenciando a relação entre as duas taxas, em particular, a existência de uma diferença mínima entre elas.

Gráfico 3.5 – Taxa Selic e Meta Selic, Brasil (dez/14-jun/18)



Fonte: BCB. Elaboração própria.

3.2 A implementação da política monetária pelo BCM¹²⁸

O objetivo operacional da política monetária no México é também a meta da taxa de juros de curto prazo. Entre dezembro de 2014 e junho de 2018 a implementação da política monetária ocorreu predominantemente com a utilização de OMA, com diferentes formas de operacionalização, destacando-se a divisão entre operações de curto e de longo prazo. De forma estrutural, na inexistência de OPM, o sistema bancário mexicano é superavitário em relação ao BCM. Entretanto, o BCM utiliza OPM de longo prazo para absorção de liquidez, de forma a manter, diariamente, o sistema bancário deficitário. Para equilibrar o nível de liquidez necessário para manter o objetivo operacional na meta, o BCM realiza operações de ajuste fino (curto prazo), tanto de injeção quanto de absorção de liquidez, predominando as primeiras.

Os valores trimestrais das OPM do BCM, em porcentagem do PIB, podem ser verificados na tabela 3.4. As operações de longo prazo ocorrem apenas para absorção de liquidez, com: 1) depósitos do governo federal provenientes da venda definitiva de títulos públicos federais (OMA-DTPF); 2) operações de emissão e

¹²⁸ As principais publicações em relação às decisões e a análise da política monetária são os “*Informes trimestrales*” e os “*Programas de política monetaria*”. Sobre a estabilidade financeira, o BCM publica o “*Informe anual sobre las infraestructuras de los mercados financieros*” e os “*Reportes de estabilidad financiera*”.

venda de títulos do BCM (OMA-títulos do BCM); e 3) depósitos compulsórios de bancos comerciais e de desenvolvimento de prazo indeterminado (RR-DBCD). Já as operações de curto prazo ocorrem tanto para injeção (OMA-compromissadas e OMA-crédito) quanto para absorção de liquidez (OMA-depósito).

Tabela 3.4 – Estoque de OPM do BCM em relação ao PIB, valores trimestrais (dez/14-jun/18)

	dez/14	mar/15	jun/15	set/15	dez/15	mar/16	jun/16	set/16	dez/16	mar/17	jun/17	set/17	dez/17	mar/18	jun/18
Injeção de liquidez															
Curto prazo															
OMA - compromissadas	0,8%	1,5%	1,7%	2,5%	3,0%	3,2%	0,9%	0,9%	0,9%	1,2%	1,3%	2,1%	1,2%	1,2%	0,5%
OMA - crédito	0,1%	0,1%	0,1%	0,3%	0,1%	0,2%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,0%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%
Absorção de liquidez															
Curto prazo															
OMA - depósito	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,3%	0,0%	0,1%	0,1%	0,3%	0,2%	0,3%
Longo prazo															
OMA - DTPF	6,6%	7,3%	7,1%	6,6%	5,8%	5,3%	4,5%	4,4%	4,1%	4,3%	4,4%	4,6%	4,1%	3,9%	3,6%
OMA - títulos do BCM	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,4%
RR - DBCD	1,4%	1,5%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,1%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	0,9%	1,0%	0,9%

Fonte: BCM. Elaboração própria.

Em relação às operações de médio e de longo prazo, as OMA-DTPF são o principal instrumento de política monetária de absorção de liquidez do BCM. É por meio desse instrumento que o BCM realiza grande parte da absorção de liquidez de longo prazo. Essas operações são realizadas por meio da venda de títulos públicos federais, o CETES¹²⁹ e o BONDES D¹³⁰, que são adquiridos pelo BCM para a realização, exclusivamente, de OPM, de forma a não configurar financiamento do banco central para o Tesouro Nacional, o que é proibido por lei¹³¹ (BCM, 2014).

No gráfico 3.6, é possível verificar que a maior parte das OMA-DTPF ocorreu pela colocação de BONDES D, por meio de leilões semanais nos mercados secundários. No período analisado, foram realizados leilões de BONDES D

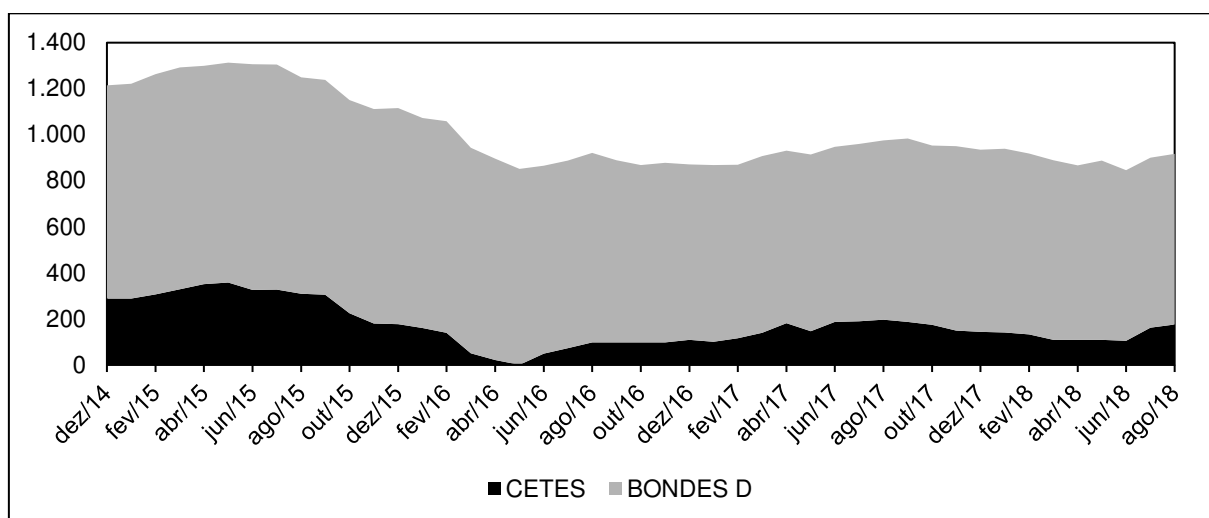
¹²⁹ “Certificados de la Tesoreria de la Federacion”. Título pré-fixado.

¹³⁰ “Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal”. Títulos pós-fixado.

¹³¹ De acordo com a Lei do Banco do México, nos artigos 7 e 9, O BCM não pode adquirir títulos do governo federal, a não ser para a realização de OPM, em que a posse de títulos públicos federais em posse do BCM leve a constituição de um depósito a favor do governo federal de mesmo montante, prazo e rendimento. Como coloca BCM (2014, p. 57-8): “El proceso por medio del cual el Banco de México adquiere valores del Gobierno Federal con propósitos de regulación monetaria esta normado por la Ley del Banco de México en sus artículos 7° y 9° y el Contrato de Agente Financiero entre el Banco y la SHCP. En dichos preceptos legales se establece que el Banco debe corresponder las adquisiciones de dichos instrumentos con depósitos en efectivo no retirables antes del vencimiento con el producto de la colocación de los valores referidos, cuyos montos, plazos y rendimientos sean iguales a los de los valores objeto de la operación respectiva... Este procedimiento contable esta normado por el Artículo 38 del Reglamento Interior del Banco.”

semanalmente, com a colocação, ao mesmo momento, da mesma quantidade de títulos com vencimento em 1, 3 e 5 anos (mas com a quantidade colocada variando ao longo do tempo). Dessa forma, pode-se afirmar que o prazo médio de vencimento da colocação de títulos nos leilões semanais de BONDES D foi de, aproximadamente, 3 anos.

Gráfico 3.6 – Estoque total de títulos públicos federais utilizados nas OMA-DTPF pelo BCM, em bilhões de pesos (dez/14-jun/18)



Fonte: BCM. Elaboração própria.

A colocação de CETES para as OMA-DTPF ocorreu por meio de leilões esporádicos. Entre dezembro de 2014 e junho de 2018 ocorreram 26 leilões, com os prazos variando entre 41 e 364 dias, mas com a grande maioria das operações resultando em um prazo superior a 180 dias.

Os leilões das OMA-DTPF (tanto de CETES quanto de BONDES D) foram realizados com os bancos múltiplos e os de desenvolvimento¹³². Nessas operações, essas instituições adquirem os títulos e realizam um depósito no BCM, em nome do Tesouro Nacional. Esse depósito fica bloqueado até a data de vencimento¹³³, de forma a não configurar uma forma de financiamento monetário, proibido por lei.

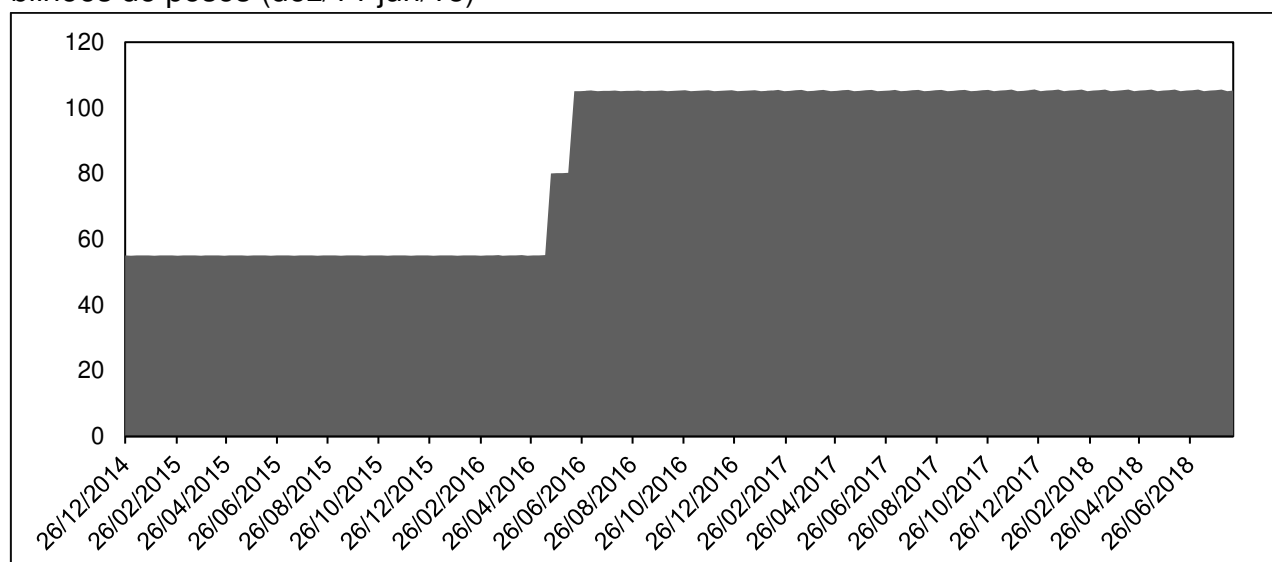
A realização de OMA para absorção de liquidez de longo prazo também ocorreu por meio da emissão de títulos do BCM (OMA-títulos do BCM), os

¹³² São as instituições que captam depósito à vista e possuem acesso ao mercado de reservas bancárias.

¹³³ Para uma melhor compreensão da forma de funcionamento desse instrumento, ver um exemplo hipotético em Prates e Blikstad (2017).

BREMS¹³⁴. Como é possível verificar no gráfico 3.7, a utilização desses títulos ocorre em um nível bem inferior ao dos títulos públicos federais. O aumento em 2016 decorreu da permuta de RR-DBCD pelo BREMS-título de emissão do BCM. Em junho de 2014 foi realizado um leilão de 55 bilhões de pesos de BREMS L, com prazo de vencimento de 3.640 dias. Em maio e em junho de 2016, foram realizados dois leilões, cada um adicionando 25 bilhões de pesos em BREMS R, com um prazo de vencimento, respectivamente, de 3.444 e 3.416 dias. Apesar do prazo alongado dessas operações, elas não possuem uma grande importância na absorção estrutural de liquidez, se comparadas com as outras duas formas de operação.

Gráfico 3.7 – Estoque de Títulos de Regulação Monetária (BREMS) do BCM, em bilhões de pesos (dez/14-jun/18)



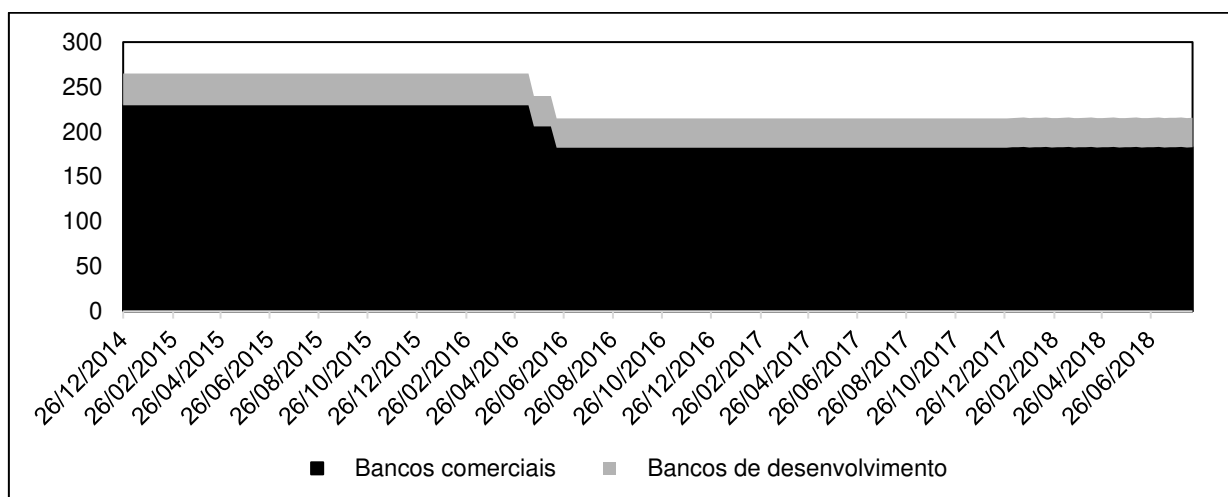
Fonte: BCM. Elaboração própria.

Outro instrumento de política monetária utilizado para a absorção estrutural de liquidez foram os RR. Os RR-DBCD são depósitos compulsórios dos bancos comerciais e de desenvolvimento de prazo indeterminado que devem ser mantidos junto ao BCM. Como o prazo é indeterminado, as instituições financeiras não podem retirá-los, estando bloqueados. Esses depósitos são remunerados e podem ser utilizados como garantia para a tomada de OMA-crédito. Como pode ser analisado no gráfico 3.8, os valores dos RR-DBCD são fixos ao longo do tempo, não existindo período de cálculo e de movimentação. A mudança no montante, em junho de 2016, se deve à substituição de RR-DBCD por OMA-títulos do BCM. Vale ressaltar que a

¹³⁴ *Bonos de Regulación Monetaria* (BREMS), títulos de regulação monetária, em português.

forma de operacionalização dos RR pelo BCM possui características bem distintas das discutidas no Capítulo 1.

Gráfico 3.8 – Depósitos de Regulação Monetária dos bancos comerciais e dos bancos de desenvolvimento¹³⁵ no BCM – em bilhões de pesos (dez/14-jun/18)



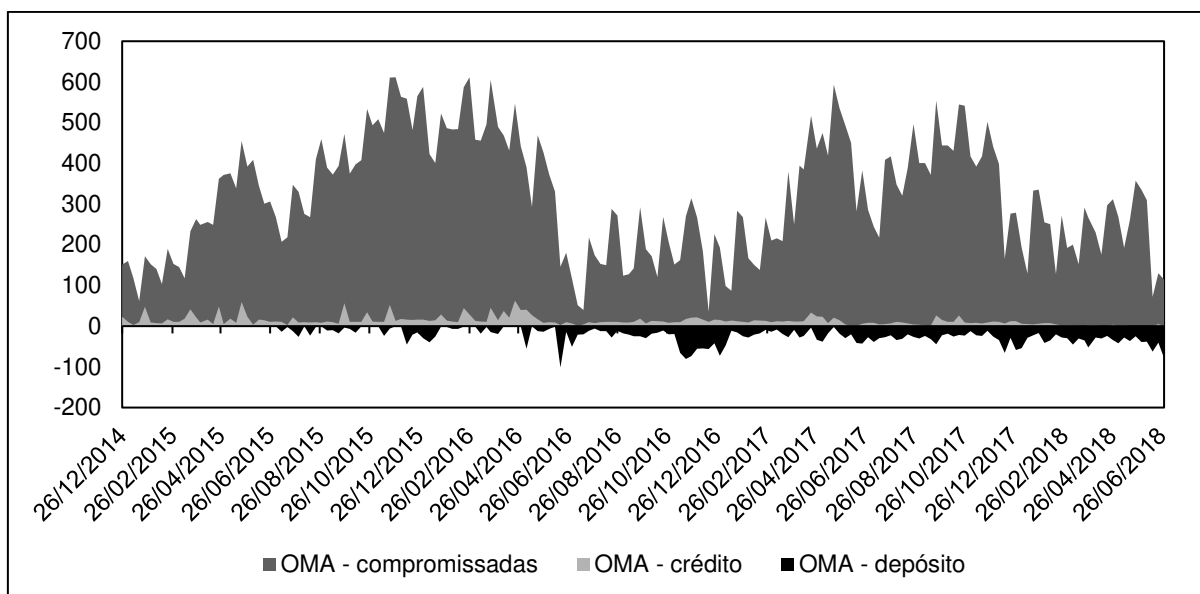
Fonte: BCM. Elaboração própria.

Em relação às operações de curto prazo, as intervenções do BCM no mercado monetário ocorreram diariamente por meio das OMA-compromissadas (injeção), das OMA-crédito (injeção) e das OMA-depósito (absorção). Enquanto as operações compromissadas utilizam títulos públicos federais, do IPAB e do BCM, como garantia, as operações de crédito e de depósito utilizam os RR-DBCD como garantia. De forma geral, essas operações de curto prazo são realizadas para ajuste fino, chegando a ter uma grande participação em parte do período, como pode ser verificado no gráfico 3.9 e na tabela 3.4.

Gráfico 3.9 – Estoque de OPM de curto prazo do BCM, em bilhões de pesos, valores semanais (dez/14-jun/18)¹³⁶

¹³⁵ Os bancos de desenvolvimento são compostos por entidade financeiras controladas pelo governo federal, que realizam atividades para setores específicos da economia.

¹³⁶ Valores positivos estão associados à injeção de liquidez, enquanto valores negativos evidenciam OPM de absorção de liquidez.



Fonte: BCM. Elaboração própria.

Apesar dos leilões de injeção e de absorção de liquidez poderem ocorrer tanto no período da manhã quanto no período da tarde, a análise da série histórica das intervenções do BCM nos mercados monetários mostra que a maior parte dos leilões de injeção e de absorção ocorreram, respectivamente, no período da manhã e da tarde. Essas intervenções são realizadas de acordo com as estimativas, realizadas pelo BCM, da necessidade de liquidez diária do sistema. Nessas operações, predominam as de injeção de liquidez, com grande parte das operações tendo prazo de vencimento entre 1 e 14 dias. As operações de absorção de liquidez possuem, majoritariamente, prazo de vencimento de 1 dia.

As OPM de curto prazo se concentram em operações compromissadas de injeção de liquidez, como pode ser verificado no gráfico 3.9. Devido ao curto prazo de vencimento dessas operações – entre 1 e 15 dias –, o estoque total se mostrou bastante volátil no período analisado. Constata-se, ainda, que as operações de depósito – majoritariamente de prazo de vencimento de 1 dia –, que são realizadas ao final do dia, possuem uma participação bem inferior, sinalizando a busca de rendimentos, em alguns períodos, por parte do sistema bancário, já que as reservas bancárias não são remuneradas.

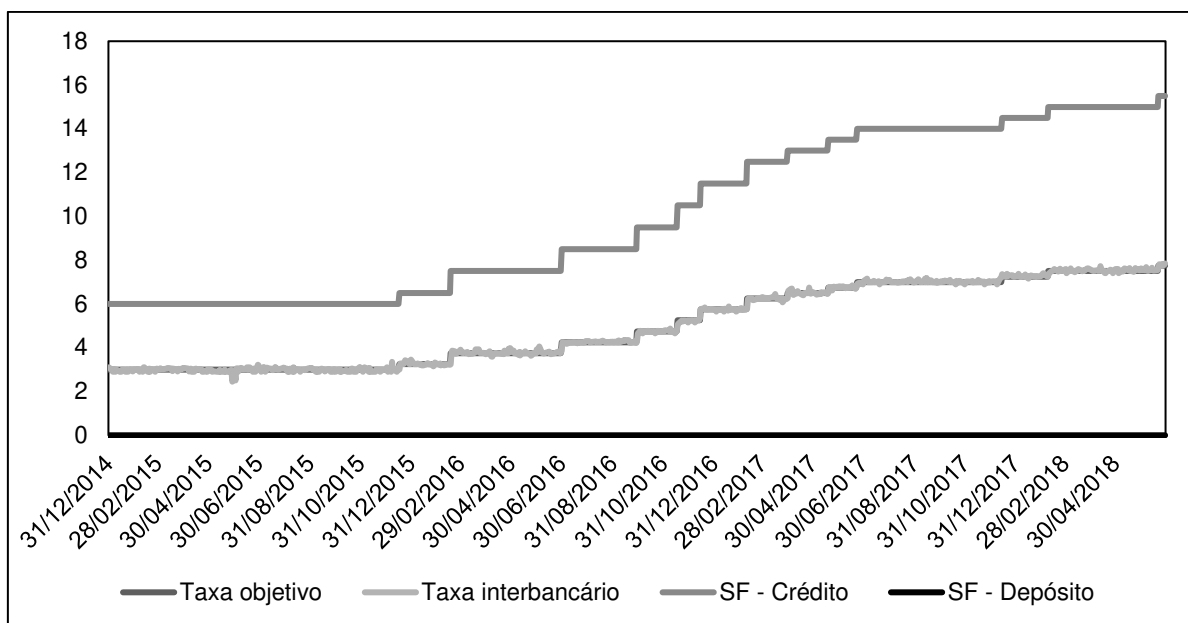
As operações de injeção de liquidez de curto prazo são de grande importância, com as OMA-compromissadas chegando a 3,2% do PIB, em março de

2016. Ou seja, o BCM adota uma postura de absorção de liquidez de longo prazo ao mesmo tempo em que, em alguns períodos, necessita injetar grande quantidade de liquidez de curto prazo. Essa forma de atuação pode estar associada à forma de implementação da política monetária, no México, na década de 1990. No final da década de 1990, o BCM possuía como objetivo operacional um sistema de metas quantitativas, conhecido como *corto*¹³⁷, sempre mantendo o sistema bancário deficitário em relação ao banco central (às vezes em montantes bem elevados). Tal estratégia pode ser verificada atualmente na forma de implementação da política monetária, quando são realizadas operações passivas de regulação monetária – para absorção estrutural de liquidez – e operações compromissadas e de crédito de injeção de liquidez de ajuste fino, com prazos de vencimento variando entre 1 e 14 dias.

O BCM estabeleceu uma institucionalidade para a forma de funcionamento das SF de modo a inibir a utilização desse instrumento, por parte do sistema bancário. As SF de crédito, ao estabelecer o teto do corredor de taxa de juros, possuem, de acordo com BIS (2019), uma taxa de juros igual ao dobro do objetivo operacional, enquanto as SF de depósitos não possuem rendimentos. O objetivo do BCM é estimular os bancos a tomarem empréstimos entre eles, sem recorrer ao banco central. O corredor de taxa de juros no México é demonstrado no gráfico 3.10. Ou seja, próxima à meta operacional.

Gráfico 3.10 – Corredor de taxa de juros no México (dez/14-jun/18)

¹³⁷ Nesse sistema, que vigorou entre 1995 e 2003, o BCM não disponibilizava recursos suficientes à taxa de juros de referência, com os bancos sendo obrigados, ao final do dia, a buscar recursos a uma taxa de juros punitiva. Para mais informações, ver Prates e Blikstad (2017).



Fonte: BCM. Elaboração própria.

3.3 A implementação da política monetária pelo BCR¹³⁸

O objetivo operacional utilizado pelo BCR é a taxa de juros cobrada nas operações compromissadas de mercado aberto (OMA-compromissadas). As operações utilizadas na implementação da política monetária pelo BCR em relação ao PIB, entre dezembro de 2014 e junho de 2018, podem ser verificadas na tabela 3.5, com a utilização dos três instrumentos de política monetária: OMA, SF e RR.

Em relação ao direcionamento da gestão de liquidez, pode-se dividir o período aqui analisado em duas fases distintas: 1) entre dezembro de 2014 e final de 2016, em que o BCR atuou por meio de OPM de injeção de liquidez, reflexo das turbulências internacionais vivenciadas pela Rússia; e 2) a partir de meados de 2017, com a supressão das OPM de injeção de liquidez, passando a realizar apenas OPM de absorção de liquidez. Entretanto, como analisado no Capítulo 2, ao longo do período, o BCR aumentou a participação das operações de concessão de liquidez para o sistema bancário (em relação ao ativo total), em caráter individual, que não se enquadraram como OPM. Ou seja, o BCR passou a realizar operações

¹³⁸ Os dados utilizados foram coletados na parte de estatísticas do site da instituição, no “*Banking Sector Liquidity, Monetary Policy Instruments and Other Operations of the Bank of Russia*”. Além disso, foram utilizados os relatórios anuais (*Annual Report*), os relatórios de política monetária (*Monetary Policy Report*) e os boletins estatísticos (*Statistical Bulletin*).

que aumentam o nível de liquidez para, ao mesmo tempo, ter que realizar OPM para absorvê-las.

Tabela 3.5 – Estoque de OPM do BCR em relação ao PIB, valores trimestrais (dez/14-jun/18)

	dez/14	mar/15	jun/15	set/15	dez/15	mar/16	jun/16	set/16	dez/16	mar/17	jun/17	set/17	dez/17	mar/18	jun/18
INJEÇÃO DE LIQUIDEZ															
OMA - Compromissadas	3,4%	2,3%	1,9%	1,1%	1,7%	0,8%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
OMA - Secured loans	2,9%	3,6%	3,3%	2,9%	1,9%	0,9%	0,3%	0,3%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
SF - Compromissadas	0,1%	0,1%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%	0,3%	0,5%	0,7%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
SF - Secured loans	2,6%	0,7%	0,4%	0,1%	0,3%	0,8%	0,3%	0,4%	0,5%	0,3%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
SF - FX swaps	0,2%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
ABSORÇÃO DE LIQUIDEZ															
OMA - leilões de depósito	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,5%	0,4%	0,5%	1,0%	1,9%	2,0%	2,5%
OMA - Títulos do BCR	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,4%	1,2%	1,2%
SF - Depósito	1,0%	0,3%	0,3%	0,3%	0,8%	0,3%	0,4%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%	0,2%	0,3%
RR - Contas especiais	0,6%	0,6%	0,6%	0,4%	0,4%	0,5%	0,5%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%
RR - Média a ser cumprida	1,3%	1,4%	1,2%	1,5%	1,6%	1,7%	1,7%	2,0%	2,0%	2,1%	2,1%	2,1%	2,0%	2,0%	2,0%

Fonte: BCR. Elaboração própria.

No que diz respeito aos instrumentos de política monetária, evidencia-se que estes foram utilizados por operações com características diferentes, mesmo entre as operações de injeção e de absorção de liquidez.

As OMA do BCR, utilizadas tanto para injeção quanto para absorção de liquidez – em momentos distintos –, foram realizadas de formas diferentes. Entre as operações de injeção de liquidez, destacaram-se as OMA-compromissadas, as OMA-*secured loans* e as OMA-títulos do BCR, como podem ser verificadas nos gráficos 3.11 e 3.12. Em relação às OMA de injeção de liquidez, existiram duas formas de operacionalização: 1) OMA-compromissadas, com as principais e as de ajuste fino; e 2) OMA-*secured loans*, sendo essa última subdividida em leilões mensais e leilões ocasionais.

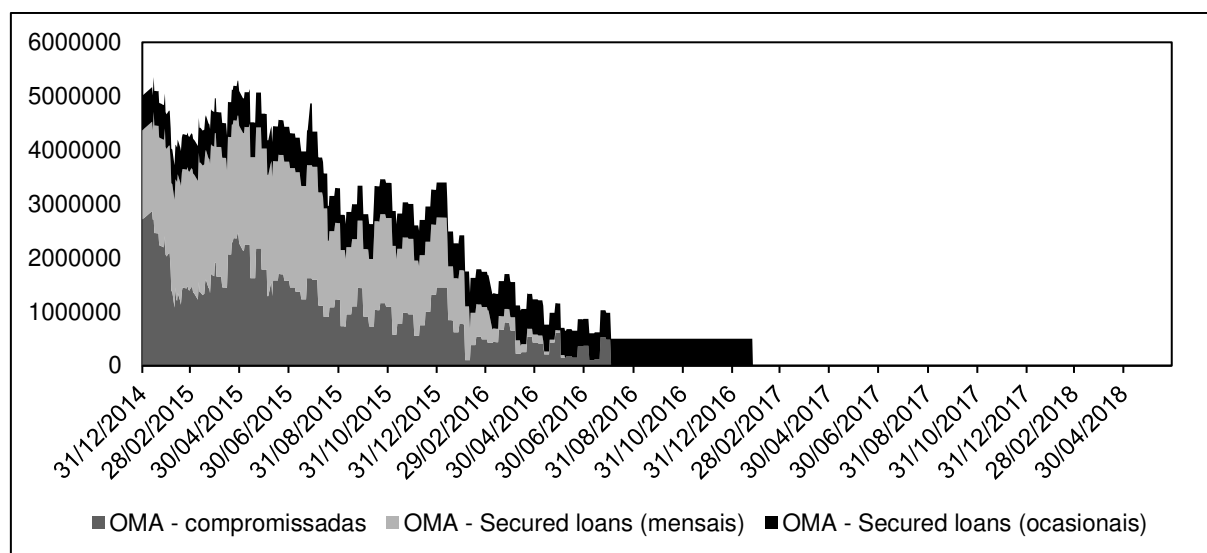
As OMA-compromissadas foram operacionalizadas de duas formas diferentes: 1) os leilões semanais (operações principais), com prazo de vencimento de 7 dias, utilizados para lidar com questões estruturais de liquidez; e 2) os leilões ocasionais (ajuste fino), com vencimento entre 1 e 6 dias. Os títulos que podem ser utilizados como garantia nessas operações podem ser consultados na “*Bank of Russia Lombard List*”¹³⁹.

As OMA-*secured loans*, para injeção de liquidez, podem ocorrer tanto por meio de leilões mensais (com prazo de vencimento de 3 meses) quanto por leilões ocasionais (com prazo de 1 a 3 semanas, 12 meses ou 18 meses). No período

¹³⁹ Disponível em <https://www.cbr.ru/eng/analytics/lombardlist/>.

analisado, os leilões mensais ocorreram entre dezembro de 2014 e março de 2016¹⁴⁰. No período, ocorreram 2 leilões ocasionais, no dia 22/12/2014, com vencimento em 14/01/2015 (3 semanas), e no dia 27/07/2015, com vencimento em 25/01/2017 (18 meses). O BCR utiliza essas operações (tanto os leilões mensais quanto ocasionais) quando o mercado está em déficit estrutural de liquidez e há falta de títulos para serem utilizados como garantia para as operações compromissadas. Notas promissórias e operações de crédito (*credit claims*) podem ser utilizadas como garantia das operações de *secured loans*.

Gráfico 3.11 – OMA de injeção de liquidez do BCR, em milhões de rublos, valores diários¹⁴¹ (dez/14-jun/18)



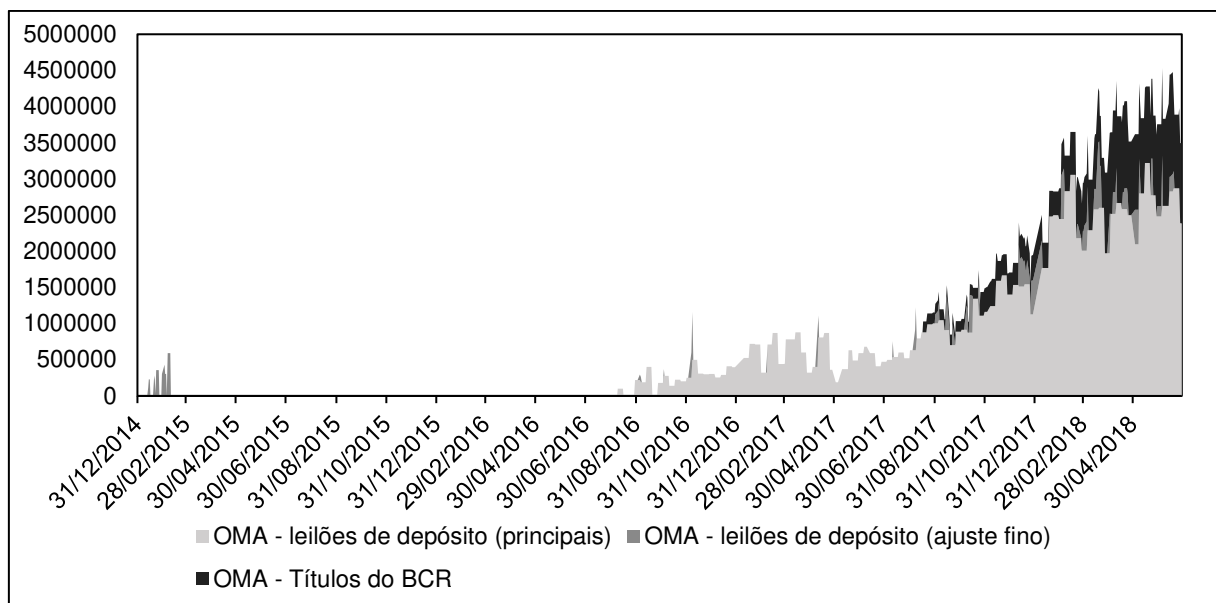
Fonte: BCR. Elaboração própria.

Nas operações de absorção de liquidez, retomadas a partir de agosto de 2016, destacaram-se as OMA-leilões de depósitos (principais), complementadas pelas OMA-leilões de depósitos (ajuste fino) e as OMA-títulos do BCR. Enquanto os leilões das operações de depósito principais ocorrem semanalmente e possuem prazo de vencimento de 7 dias, as operações de ajuste fino variam entre 1 e 6 dias, concentrando-se mais próximas de um dia vencimento.

¹⁴⁰ Esses leilões ocorreram a partir de julho de 2013.

¹⁴¹ Os cálculos para os valores diários dos estoques de *secured loans* mensais e ocasionais foram realizados com as informações sobre os leilões dessas operações e o prazo de vencimento. Entretanto, pode ser que esses números sejam ligeiramente inferiores ao longo do tempo, já que parte dessas operações podem ser desfeitas por problemas com os ativos dados como garantia. Não foi possível buscar o estoque diário dessas operações no site do BCR.

Gráfico 3.12 – OMA de absorção de liquidez do BCR, em milhões de rublos, valores diários (dez/14-jun/18)



Fonte: BCR. Elaboração própria.

O BCR passou a emitir títulos próprios como instrumento de política monetária a partir do segundo semestre de 2017, com prazo de vencimento de 3 meses¹⁴², para absorver o excesso de liquidez. Se os bancos que captam depósitos à vista tiverem problemas com liquidez antes do vencimento desses títulos, eles podem negociá-los nos mercados secundários ou utilizá-los como garantia no mercado monetário para tomada de empréstimos.

No que diz respeito às SF, esse instrumento foi utilizado tanto para absorção quanto para injeção de liquidez. Para injeção de liquidez, puderam ser utilizadas as SF-compromissadas, as SF-*secured loans* e as SF-FX *swaps*. Essas operações foram, predominantemente, de curto prazo¹⁴³.

Apesar de não ter sido muito utilizado ao longo do período analisado, o SF-FX *swap* (swap cambial) é um instrumento de política monetária, – que prevê a utilização de dólar norte-americano ou de euro. A mecânica dessa operação consistiu na compra à vista de moeda estrangeira contra rublos e, ao mesmo tempo,

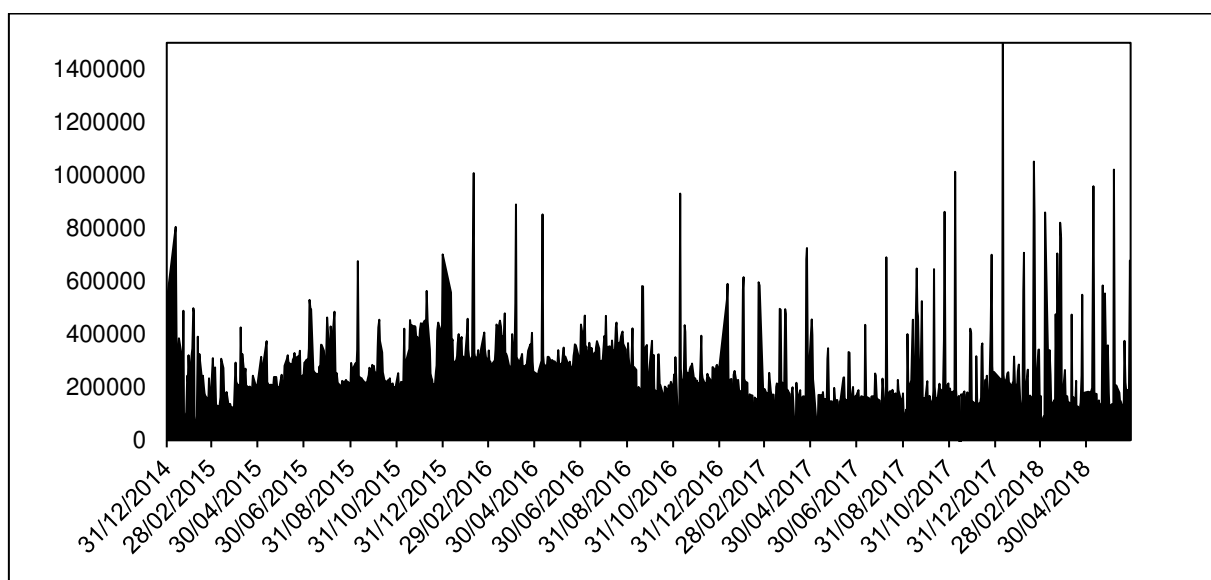
¹⁴² De acordo com o BCR, é permitida a emissão de títulos próprios com prazo de vencimento de 3, 6 ou 12 meses.

¹⁴³ Além dessas operações, também existiram outros tipos, mas com montante insignificantes: SF-*lombard*, SF-*overnight*; e SF-empréstimos garantidos por ouro.

na realização de uma operação inversa no futuro, em uma data pré-estabelecida¹⁴⁴. Ou seja, o instrumento foi utilizado para injeção de liquidez, em moeda nacional, buscando manter a taxa de juros de curto prazo na meta estabelecida.

Apesar dos efeitos na taxa de câmbio, na Rússia, o *swap* cambial foi utilizado como instrumento de política monetária, buscando influenciar a liquidez em moeda nacional, para manter a taxa de juros de curto prazo na meta. O prazo de vencimento dessas operações variou de 1 a 2 dias. Para absorção de liquidez, tiveram as SF-depósitos, com operações de curto prazo, como pode ser visto no gráfico 3.13.

Gráfico 3.13 – SF-depósitos para absorção de liquidez do BCR, em milhões de rublos, valores diários (dez/14-jun/18)

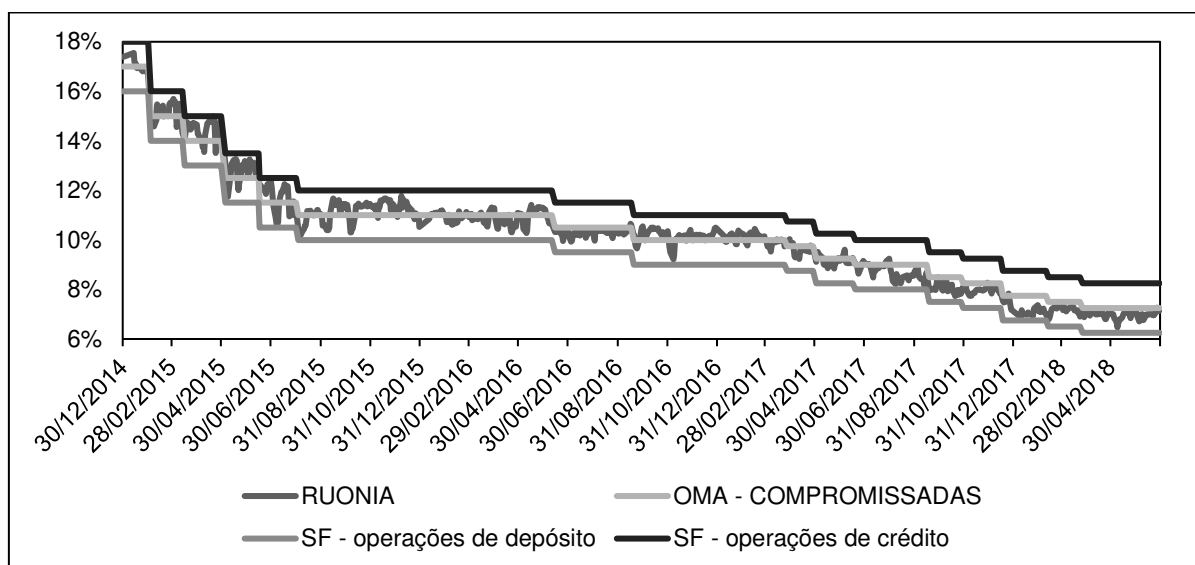


Fonte: BCR. Elaboração própria.

O corredor de taxa de juros na Rússia é simétrico, com o teto e o piso sendo respectivamente as taxas de juros cobradas nas SF-operações de crédito e SF-operações de depósito, com uma espessura de 100 pontos base, como pode ser verificado no gráfico 3.14. No centro do corredor, encontra-se a taxa de juros cobrada das OMA-compromissadas (tanto das principais quanto das de ajuste fino), que é o objetivo operacional. A taxa de juros do mercado interbancário – RUONIA – se manteve dentro do corredor.

¹⁴⁴ Para mais informações sobre os swaps cambiais na Rússia, ver: https://www.cbr.ru/eng/DKP/instruments_dkp/other_operations/swap/.

Gráfico 3.14 – Corredor de taxa de juros na Rússia (dez/14-jun/18)



Fonte: BCR. Elaboração própria.

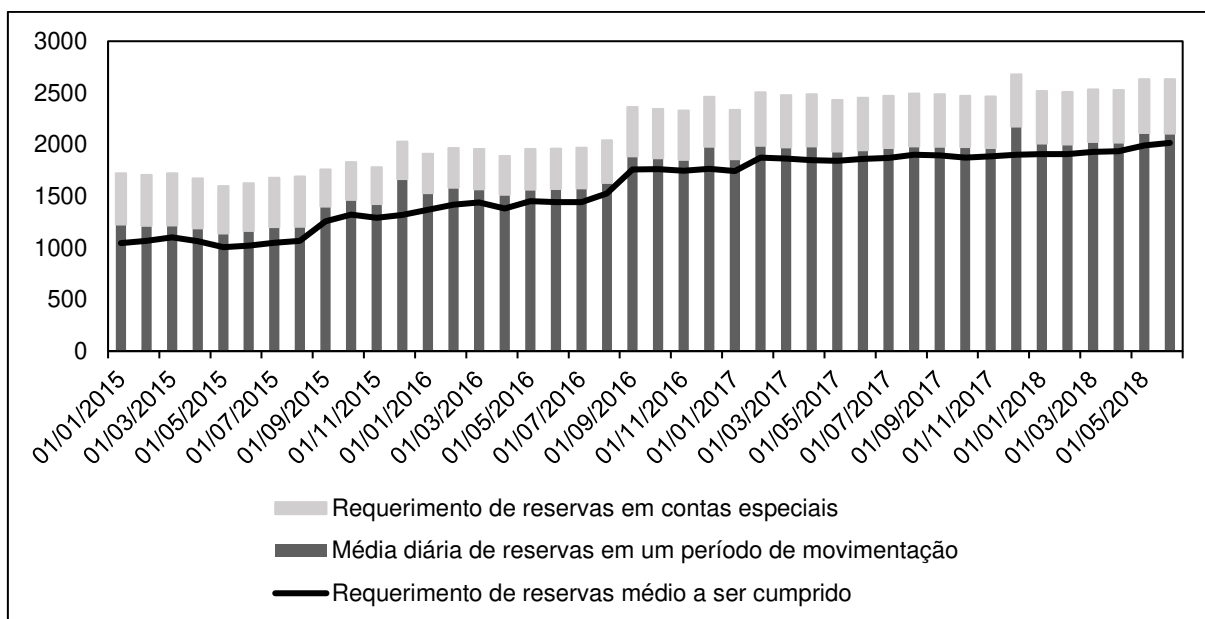
O terceiro instrumento de política monetária utilizado pelo BCR foram os RR. Os RR não são remunerados, devendo ser depositados em moeda nacional, em espécie. Esse instrumento é operacionalizado de duas formas: 1) os RR bloqueados em contas especiais; e 2) os RR médios diários a serem cumpridos pelas instituições de crédito no período de movimentação¹⁴⁵, como mostra o gráfico 3.15.

Nos RR que devem ser cumpridos por certo período, cada instituição de crédito deve preencher o cálculo da média diária de reservas que deve manter até o 10º útil de cada mês. Após 2 dias úteis, inicia-se o período de movimentação¹⁴⁶, que é de 1 mês. No gráfico 3.15, é possível verificar os RR das contas bloqueadas, o RR médio a ser cumprido e a média de reservas bancárias de cada período de movimentação. Assim como nos demais casos, constata-se que o sistema bancário busca manter a média de reservas bancárias próxima ao RR médio, de forma a investir os recursos excedentes em outras fontes que possuam rendimentos.

Gráfico 3.15 – RR no BCR, em bilhões de rublos (dez/14-jun/18)

¹⁴⁵ https://www.cbr.ru/eng/DKP/instruments_dkp/other_operations/reserve_requirements/

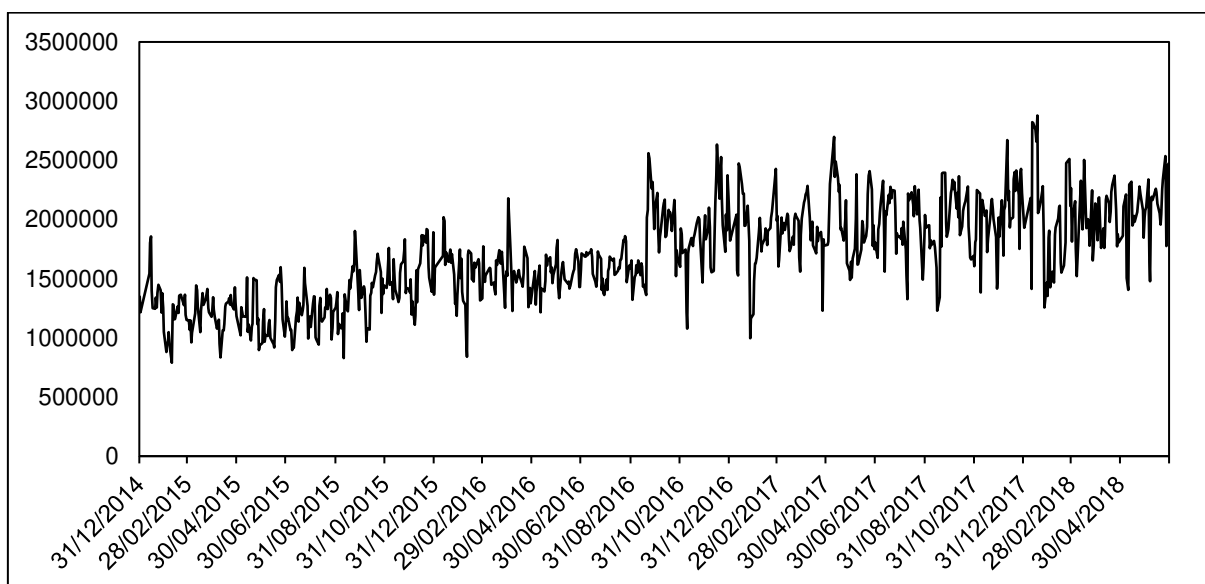
¹⁴⁶ *regulation period.*



Fonte: BCR. Elaboração própria.

No gráfico 3.16, constata-se a volatilidade das reservas bancárias ao longo dos dias, de acordo com as necessidades de pagamento das instituições.

Gráfico 3.16 – Valores diários de reservas bancárias¹⁴⁷ do BCR, em milhões de rublos (dez/14-jun/18)



Fonte: BCR. Elaboração própria.

¹⁴⁷ Correspondent account balances of Credit Institution.

3.4 A implementação da política monetária pelo BCT¹⁴⁸

A política monetária na Turquia possui uma forma diferenciada de implementação, se comparada aos demais casos analisados, com a utilização de mais de uma taxa de juros como objetivo operacional, em um corredor assimétrico e amplo de taxa de juros (BINICI et al., 2016). Se, nos demais estudos de caso analisados, a implementação da política monetária buscava manter a taxa de juros do mercado interbancário próxima à meta estabelecida, na Turquia essa taxa se desvia, de forma frequente e proposital, da taxa oficial.

De acordo com Kara (2012), Binici et al. (2016), Kara e Ekinci (2018) e Küçük et al. (2014), a política monetária busca lidar com os efeitos da volatilidade financeira global na economia turca, com destaque para os efeitos da dinâmica da taxa de câmbio na economia doméstica. Em diversos momentos, entre dezembro de 2014 e junho de 2018, a utilização dos instrumentos de política monetária consideraram não apenas a estabilidade de preços, mas também os efeitos da volatilidade financeira global nos fluxos de capitais internacionais e o impacto na taxa de câmbio. Os próprios relatórios anuais do BCT reafirmam essa preocupação. Como afirmam Kara e Ekinci (2018), como há mais de um objetivo operacional (tanto a taxa de juros das operações compromissadas quanto a taxa de juros do mercado interbancário), a sinalização da política monetária acaba tendo ruídos, o que é problemático.

Para a compreensão dessa forma específica de implementação, é importante discutir os instrumentos de política monetária do BCT conjuntamente com o corredor de taxa de juros, como pode ser verificado na tabela 3.6 e nos gráficos 3.17 e 3.18. Na tabela 3.6 fica evidente que, no período analisado, as OPM foram líquidas de injeção de liquidez. Ou seja, o sistema bancário esteve estruturalmente deficitário em relação ao BCT.

¹⁴⁸ Além dos dados disponibilizados no site do BCT, foram utilizados: 1) informações sobre política monetária disponibilizadas no site da instituição; 2) os relatórios anuais; 3) os relatórios anuais de política monetária e cambial; e 4) circulares do BCT.

Tabela 3.6 – Estoque de OPM do BCT em relação ao PIB, valores trimestrais (dez/14-jun/18)

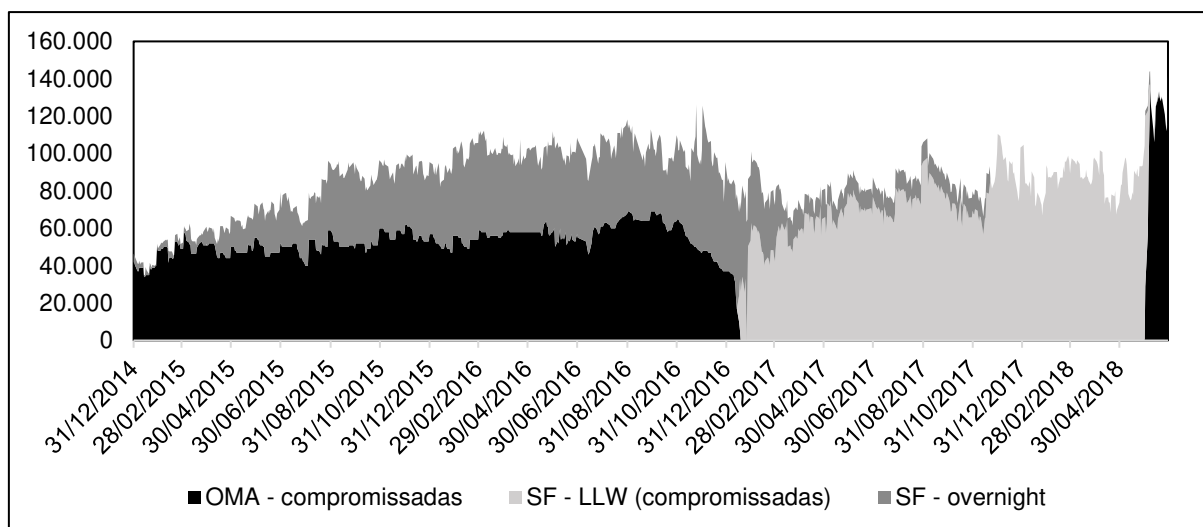
	dez/14	mar/15	jun/15	set/15	dez/15	mar/16	jun/16	set/16	dez/16	mar/17	jun/17	set/17	dez/17	mar/18	jun/18
INJEÇÃO DE LIQUIDEZ															
OMA - compromissadas	2,1%	2,4%	2,4%	2,2%	2,4%	2,4%	2,3%	2,8%	1,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,1%
SF - crédito	0,2%	0,4%	1,3%	1,8%	1,6%	2,1%	2,1%	1,7%	2,2%	0,6%	0,4%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%
SF - Late Liquidity Window	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,2%	2,7%	2,7%	3,3%	3,0%	0,0%
ABSORÇÃO DE LIQUIDEZ															
RR em lira turca	0,9%	0,9%	1,0%	1,6%	1,0%	1,3%	1,4%	2,0%	2,1%	2,1%	1,9%	1,7%	1,8%	1,7%	1,6%

Fonte: BCT. Elaboração própria.

O principal instrumento de política monetária, entre dezembro de 2014 e janeiro de 2016 (retomando sua importância em junho de 2018), foi a realização de leilões diários de OMA-compromissadas, com prazo de vencimento de uma semana. A taxa de juros dessas operações é um dos objetivos operacionais, podendo ser verificada no corredor de taxa de juros (gráfico 3.18).

O entendimento da forma de funcionamento das SF é essencial para a compreensão da implementação da política monetária na Turquia. Durante o dia, o BCT pode conceder crédito (SF-crédito) e tomar empréstimos (SF-depósito), contra garantias, no mercado interbancário, respectivamente pela taxa de juros *overnight* de crédito e de depósito (teto e piso do corredor de juros). Entre dezembro de 2014 e início de 2016, as SF-crédito tiveram grande importância para a implementação da política monetária, no que tange à determinação das outras duas taxas de objetivo operacional do BCT. Para compreender essa dinâmica, é preciso retomar a análise das OMA.

Gráfico 3.17 – OPM de injeção de liquidez pelo BCT, valores diários em milhões de liras turcas (dez/14-jun/18)



Fonte: BCT. Elaboração própria.

No início do dia, o BCT realiza parte da injeção de liquidez necessária por meio das OMA-compromissadas, com prazo de vencimento de uma semana, mas ainda mantém o sistema bancário deficitário em relação ao banco central. A alocação desses recursos, para cada banco, é proporcional ao tamanho de cada instituição. O restante da liquidez necessária é ofertado pelo BCT por meio das SF-crédito, em que são cobradas as taxas de juros das operações overnight de crédito. Enquanto parte da liquidez ofertada pelo BCT é realizada pela taxa de juros das OMA-compromissadas, outra parte é ofertada pela taxa de juros das SF-crédito.

É o resultado dessa dinâmica (entre as OMA-compromissadas e as SF-crédito) que leva à constituição de outras duas taxas, determinadas apenas de forma indireta pelo BCT, mas que são importantes para a implementação da política monetária: 1) o custo médio dos recursos do BCT; e 2) as taxas de juros do interbancário *overnight*¹⁴⁹. Essas duas taxas fazem parte do corredor de taxa de juros.

O custo médio dos recursos do BCT é o resultado da interação entre a realização de operações de injeção de liquidez por OMA-compromissadas e SF-crédito, denotando a taxa de juros média ponderada pela taxa cobrada pelo BCT para emprestar recursos para o sistema bancário¹⁵⁰. Quanto maior a proporção de liquidez satisfeita pelas OMA-compromissadas, menor será o custo médio dos recursos do BCT, e vice-versa. De acordo com Küçük et al (2014), o direcionamento da política monetária é sinalizado pelo custo médio de recursos do BCT e não pela taxa de juros das OMA-compromissadas.

A taxa de juros do interbancário *overnight* é a taxa de juros pela qual os bancos emprestam uns para os outros. Essa taxa é essencial para a sinalização da política monetária e, conseqüentemente, para a estratégia de política monetária seguida. De acordo com a forma com que o BCT injeta recursos, essa taxa variará. De forma geral, essa taxa esteve bem próxima do teto de taxa de juros (entre setembro de 2015 e janeiro de 2017). A partir do início de 2017, com a mudança dos

¹⁴⁹ *BIST Repo-Reverse Repo Market*.

¹⁵⁰ Forma de cálculo: $iafr = (weekly\ repo * weekly\ repo\ rate + O/N\ funding * O/N\ funding\ rate) / total\ funding$.

instrumentos utilizados para a implementação da política monetária, essa taxa passa a coincidir com a taxa de juros da *Late Liquidity Window* (LLW) de crédito, como pode ser verificado no corredor de taxa de juros.

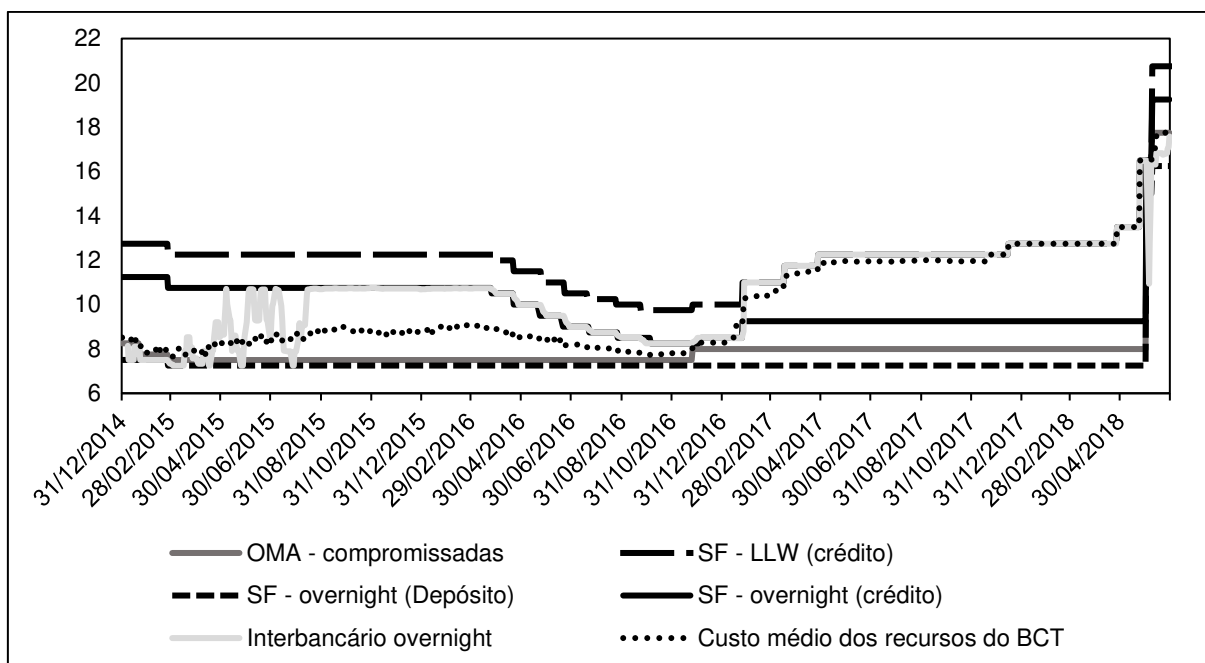
De acordo com Kara e Ekinci (2018), essa forma de implementação da política monetária é utilizada para minimizar os efeitos dos fluxos internacionais de capitais na taxa de câmbio. Ao ofertar uma quantidade de recursos inferior às necessidades do sistema bancário, por meio das OMA-compromissadas de uma semana, o BCT força os bancos a escolher entre tomar recursos à taxa de juros de crédito do overnight (teto do corredor) ou a vender moeda estrangeira em troca de liquidez em moeda nacional. Essa última forma contribui para limitar os efeitos de saídas de capital internacional na taxa de câmbio. Dessa forma, o BCT pode aumentar ou diminuir o teto de taxa de juros, de forma a influenciar a forma como o sistema bancário buscará a liquidez necessária em moeda nacional, com impactos na taxa de câmbio.

Ao diminuir o teto do corredor de taxa de juros, busca-se desencorajar a entrada de capital externo especulativo, diminuindo a pressão sobre a valorização da taxa de câmbio. Ao aumentar o teto do corredor de taxa de juros, busca-se reduzir as pressões de desvalorização da taxa de câmbio, em uma conjuntura de saída de capital externo (ABOUCHEID, 2018; UYSAL, 2018). Os canais de transmissão são os de preços (taxa de juros) e o de estoque (troca de ativos externos por moeda nacional e vice-versa). Nas palavras de Uysal (2017, p. 358):

The CBRT used its asymmetric interest rate corridor and the ROM to mitigate the amplification effects of capital flows. Currency appreciation due to capital inflows strengthens the balance sheets of firms and raises the value of collateral. In the process, improved risk perceptions stimulate further capital inflows. Therefore, the CBRT used its interest rate corridor to deal with volatility in capital inflows and the ROM to diminish the effect of capital flows on domestic macroeconomic variables.

As mudanças do teto do corredor de juros levarão a variações no custo médio de recursos do BCT, influenciando também as taxas de juros de curto prazo do mercado interbancário.

Gráfico 3.18 – Corredor de taxa de juros na Turquia (dez/14-jun/18)



Fonte: BCT. Elaboração própria.

A outra forma de operação de SF utilizada pelo BCT para injetar liquidez no sistema foram as SF-LLW. A SF-LLW é uma operação usualmente utilizada pelo BCT para prover necessidades temporárias de liquidez ao final do dia, de forma a evitar possíveis problemas nos sistemas de pagamentos. Essa operação está associada a uma atuação como prestador em última instância, sendo cobrada uma taxa de juros superior ao teto do corredor de taxa de juros. Entretanto, como pode ser verificado no gráfico 3.17, entre janeiro de 2017 e março de 2018, as SF-LLW se tornaram o principal instrumento de política monetária do BCT, coincidindo com a taxa de juros cobrada no interbancário *overnight* (gráfico 3.18). Esta mudança esteve associada à necessidade do BCT de forçar ainda mais as instituições a buscar recursos em moeda nacional com a venda de moeda estrangeira ao longo do dia, com o restante da liquidez sendo concedido após o fechamento do mercado. De acordo com o relatório anual de 2017, essa transição na forma de implementação da política monetária foi abrupta em relação ao fim das OMA-compromissadas e relativamente gradual no que diz respeito às SF-crédito, com essas últimas não tendo sido mais realizadas a partir de novembro de 2017.

Em relação ao corredor de taxa de juros da Turquia, pode-se dividi-lo em taxas de juros oficiais (determinadas diretamente pelo BCT) e as taxas de juros efetivas (determinadas de forma indireta). As taxas oficiais são as das: 1) OMA-

compromissadas: 2) SF-crédito; 3) SF-depósito; e 4) SF-LLW. As taxas efetivas são referentes: 1) ao custo médio dos recursos do BCT; e 2) à taxa de juros de curto prazo do mercado interbancário.

O estreitamento do corredor de taxa de juros realizado em 2016, de acordo com anúncio do BCT de agosto de 2015, foi uma tentativa – no contexto de normalização das políticas monetárias dos países centrais – de estabelecer uma nova forma de implementação da política monetária, buscando um corredor de taxa de juros simétrico em torno das taxas de juros das operações compromissadas de uma semana. Entretanto, como pode ser verificado no gráfico 3.18, esse movimento não logrou êxito. Em todo o período analisado, as operações de injeção de liquidez foram complementadas pela concessão de liquidez intradia¹⁵¹. Para as OMA e as SF, podem ser utilizados como garantia os títulos públicos federais (*Government domestic debt securities*) e os *lease certificate purchase/sale* transactions, emitidos pela *Asset Leasing Company of the Turkish Treasury*.

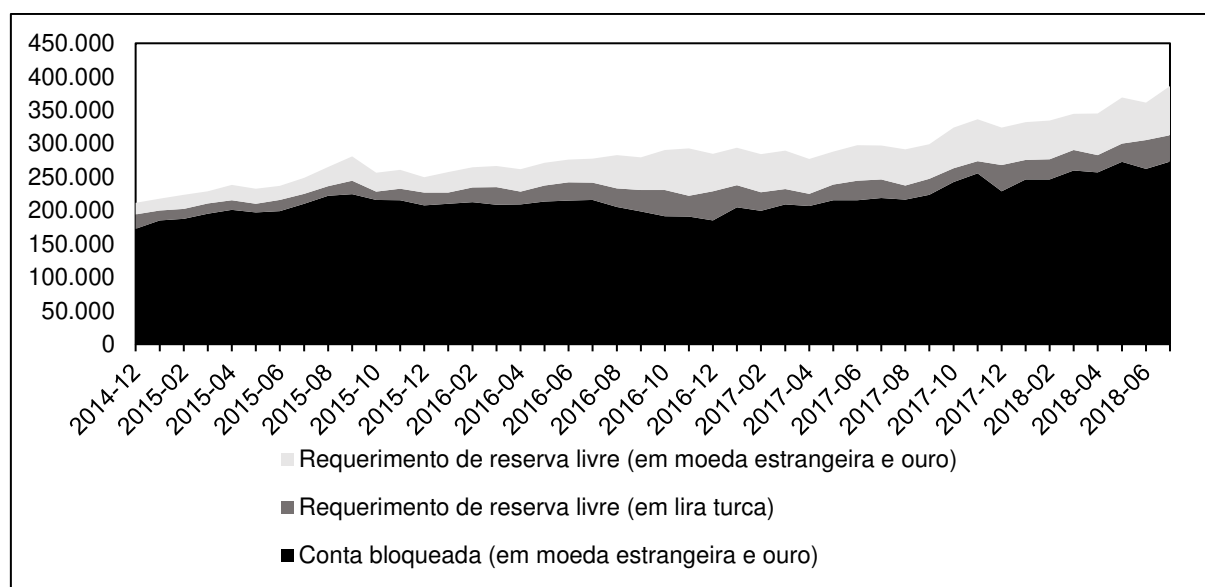
O último instrumento de política monetária utilizado pelo BCT foram os RR, que podem ser realizados em moeda estrangeira, em moeda nacional ou em ouro. Como pode ser verificado no gráfico 3.19, grande parte dos RR do BCT ocorre em moeda estrangeira e em ouro. Considera-se como OPM apenas os RR denominados em moeda nacional. O total dos RR se divide em três formas diferentes de realização: 1) as reservas em moeda estrangeira e em ouro que ficam bloqueadas no BCT; 2) as reservas (parcialmente) livres, em moeda estrangeira e em ouro; e 3) as reservas (parcialmente) livres, em lira turca.

O montante dos RR é obtido de acordo com o período de cálculo, devendo ser obedecido o período de movimentação. O período de movimentação inicia-se duas semanas após o dia de cálculo (que sempre ocorre em uma sexta-feira) e dura duas semanas. De forma geral, os RR mantidos em dólar são contabilizados de acordo com o montante de passivos em dólar das instituições financeiras. Já os passivos nas demais moedas estrangeiras, podem ter como RR recursos denominados em dólar ou em euro. Por fim, os passivos em lira turca, das

¹⁵¹ Mecanismo de concessão de liquidez para satisfazer necessidades urgentes de liquidez do sistema bancário e para lidar com eventuais descasamentos de prazos nos sistemas de pagamentos, ao longo do dia. Essas operações são realizadas em troca de garantias. Ao final do dia, caso não tenham sido liquidadas, essas operações podem ser substituídas pela LLW.

instituições financeiras, levam ao estabelecimento de RR denominados em lira turca. Entretanto, pelo *Reserve Option Mechanism* (ROM), os RR em lira turca podem ser substituídos parcialmente por dólar, euro ou ouro¹⁵². Isso contribuiu para a pequena participação dos requerimentos compulsórios em moeda nacional. Em contrapartida, destacam-se os RR em moeda estrangeira, respondendo às necessidades de uma economia amplamente dolarizada. Neste sentido, os depósitos em moeda estrangeira entre os RR podem contribuir para a estabilidade financeira, assim como ser utilizados para viabilizar OPM que utilizem moeda estrangeira em uma das pontas. Abouchedid (2018) aponta a importância dos RR em moeda estrangeira para o gerenciamento de liquidez diária em moeda estrangeira.

Gráfico 3.19 – RR na Turquia, em milhões de liras turcas (dez/14-jun/18)



Fonte: BCT. Elaboração própria.

Os RR são remunerados. A partir de janeiro de 2017, houve uma mudança na forma de remuneração, passando a ser a taxa de juros utilizada nos leilões de operações compromissadas de uma semana menos 400 pontos base.

¹⁵² A porcentagem do montante do requerimento de reservas, em moeda nacional, que pode ser substituído por dólar, euro ou ouro varia ao longo do tempo. Em dezembro de 2014, 60% podia ser substituído por moeda estrangeira (euro ou dólar) e 30% podia ser substituído por ouro. Em junho de 2018, 45% pode ser substituído por moeda estrangeira e 30% por ouro.

3.5 Análise comparativa dos resultados

Será realizada, primeiramente, uma comparação entre as principais similaridades e diferenças na implementação da política monetária por cada banco central selecionado. Em seguida, será discutido por meio de quais canais a conversibilidade interna da moeda possibilita a utilização de operações denominadas em moeda estrangeira com residentes na implementação da política monetária em sua forma convencional.

A análise das similaridades e das diferenças entre os instrumentos e as OPM associadas levará em consideração: 1) os instrumentos que foram efetivamente utilizados; 2) os prazos das operações realizadas; 3) a denominação das moedas que podem ser utilizadas nessas operações; 4) o direcionamento da gestão de liquidez; 5) a continuidade das OPM utilizadas na implementação; e 6) a participação das OPM em relação ao PIB. O resumo das características da implementação da política monetária em cada um dos casos analisados pode ser verificado no quadro 3.2.

Quadro 3.2 – Resumo das principais características das OPM (BCB, BCM, BCR e BCT)

Banco Central	Principais instrumentos	Direcionamento	Prazo	Com moeda estrangeira
BCB	OMA-compromissadas; e RR-depósitos compulsórios	Apenas absorção de liquidez	Predominantemente de curto prazo	Não
BCM	OMA-compromissadas, crédito, depósito, DTPF, títulos do BCM; e RR-DBCD	Operações líquidas de absorção de liquidez	Operações de absorção de médio e longo prazo e operações de injeção de curto prazo	Não
BCR	OMA-compromissadas, secured loans, depósito e títulos do BCR; SF-compromissadas, secured loans e depósito; RR-contas especiais e	Operações líquidas de injeção de liquidez (2014-2016) e operações líquidas de absorção de liquidez (2017-	Predominantemente até uma semana. OMA-secured loans até 18 meses e títulos do BCR com vencimento em 30 dias.	Sim

	média a ser cumprida.	2018)		
BCT	OMA-compromissadas; SF-LLW; SF-crédito; e RR em lira turca	Operações líquidas de injeção de liquidez	OMA de uma semana. SF de um dia.	Sim

Fonte: bancos centrais nacionais. Elaboração própria.

Em relação aos instrumentos efetivamente utilizados, pode-se dividir os casos analisados em dois grupos. O primeiro grupo é composto pelo BCB e pelo BCM, com a utilização efetiva apenas das OMA e dos RR, enquanto o segundo grupo é formado pelo BCR e pelo BCT, com a utilização dos três instrumentos – OMA, RR e SF. Entretanto, para uma melhor compreensão das semelhanças e diferenças, é importante realizar uma comparação mais aprofundada das características das operações com esses instrumentos, além da sua efetiva importância para a implementação da política monetária. Para isso, primeiro será realizada a comparação das operações de injeção de liquidez e, depois, a comparação das operações de absorção de liquidez.

Em relação às operações de injeção de liquidez, com exceção do BCB – que não realizou nenhuma operação de injeção de liquidez –, os demais bancos centrais selecionados utilizaram OMA-compromissadas. No caso do BCM, foi a operação de injeção de liquidez mais importante ao longo de todo o período, sendo de curto prazo, variando entre 1 e 14 dias. Destaca-se, entre os casos analisados, uma maior importância de operações compromissadas em detrimento de operações definitivas, com compra e venda de títulos públicos. De acordo com discurso realizado por Mohan, do Banco Central da Índia, em 2006¹⁵³, isso se deve a uma maior flexibilidade das operações compromissadas para mudanças no direcionamento das operações, devido aos menores prazos de vencimento.

No BCR, ao longo do período em que a instituição esteve estruturalmente superavitária em relação ao sistema bancário, as OMA-compromissadas foram importantes para a implementação da política monetária, conjuntamente com as *OMA-secured loans*. Enquanto as OMA-compromissadas tiveram um prazo de

¹⁵³ Discurso disponível em: https://www.rbi.org.in/scripts/BS_SpeechesView.aspx?Id=278.

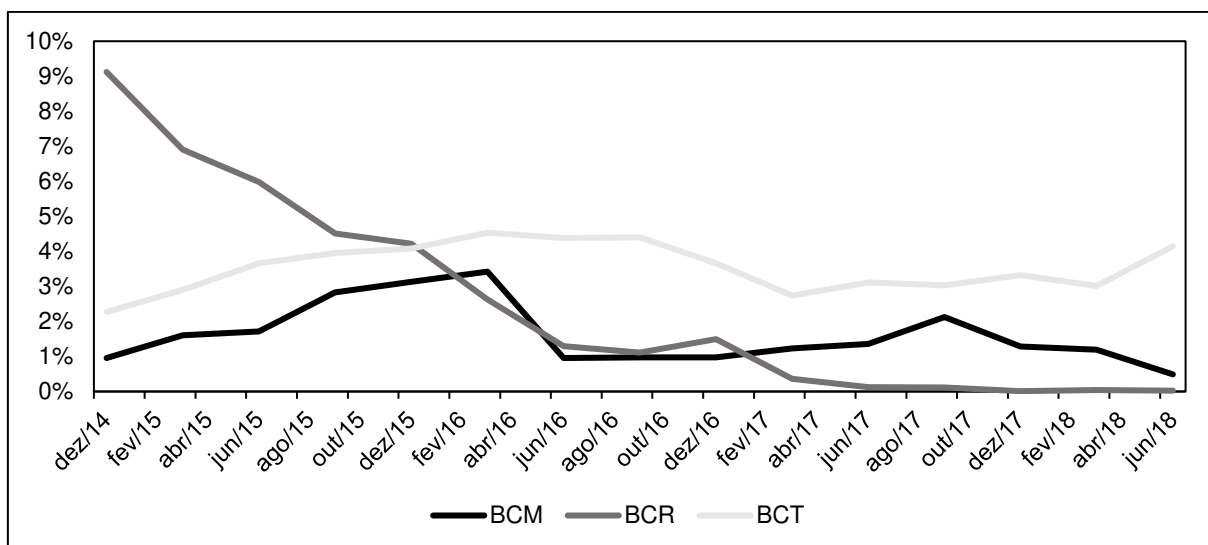
vencimento entre 1 e 7 dias (com as operações principais e as de ajuste fino), as *OMA-secured loans* tiveram prazo entre 1 semana e 18 meses. Além das OMA, o BCR utilizou SF para injeção de liquidez, SF-compromissadas, SF-FX *Swaps* e *SF-Secured loans*, com curto prazo de vencimento.

No BCT, que ao longo de todo o período se manteve estruturalmente superavitário em relação ao sistema bancário, destaca-se a utilização das OMA-compromissadas e das SF-crédito entre as operações possíveis de injeção de liquidez, entre dezembro de 2014 e o início de 2017 e em junho de 2018. As OMA tiveram prazo de vencimento de 1 semana, enquanto as SF puderam ser realizadas com prazos de vencimento diários. Entre o início de 2017 e maio de 2018, a principal operação de injeção de liquidez ocorreu por meio da utilização de SF-LLW, em que o BCT concedia liquidez em moeda nacional após o fechamento do mercado. A intenção era estimular as instituições financeiras a buscar liquidez em moeda nacional ao longo do dia por meio da venda de moeda estrangeira.

No gráfico 3.20, é possível verificar as OPM de injeção de liquidez em relação ao PIB para os casos analisados. A queda da participação das OPM ativas do BCR ocorreu simultaneamente a uma mudança da liquidez estrutural do sistema bancário russo. Entretanto, deve-se frisar que o BCR passou a realizar operações de concessão de crédito que não foram consideradas como OPM. No caso turco, como o sistema bancário foi deficitário em relação ao BCT ao longo de todo o período analisado, este banco central atuou, predominantemente, com operações de injeção de liquidez. Já no caso do BCM, apesar da posição estrutural superavitária de liquidez do sistema bancário em relação ao banco central, as características da implementação da política monetária – com absorção de liquidez no médio e longo prazo e injeção no curto prazo – fizeram com que, diariamente, o banco central injetasse liquidez¹⁵⁴.

Gráfico 3.20 – OPM de injeção de liquidez em relação ao PIB, valores trimestrais (dez/14-jun/18)

¹⁵⁴ A discussão em relação às causas das diferenças entre a existência de situações com excesso e com escassez de liquidez ultrapassa os objetivos da tese e, portanto, não será aprofundada.



Fonte: bancos centrais nacionais. Elaboração própria.

Em relação às operações para absorção de liquidez, o BCB utilizou as OMA-compromissadas e os RR. As OMA-compromissadas, majoritariamente de curto prazo, foram as principais OPM da instituição. Os RR também tiveram uma importância considerável para a implementação da política monetária no Brasil. Esse último instrumento incide sobre os recursos à vista, de acordo com o período de cálculo e de movimentação (ambos de duas semanas), os Recursos a Prazo e os Recursos de Poupança, com os recursos dos dois últimos estando congelados.

No BCM, as OMA foram a principal forma de absorção de liquidez, com a característica específica, se comparada aos demais casos, de operações de médio e longo prazo (com as OMA-DTPF e as OMA-títulos do BCM). Ao mesmo tempo, foram realizadas OMA-depósitos de curto prazo para ajuste fino. Como visto, o sistema bancário mexicano é estruturalmente superavitário em relação ao BCM, com a instituição realizando OPM de absorção de liquidez de médio e longo prazo para manter o sistema bancário deficitário no curto prazo. Além das OMA, foram utilizados os RR, com características distintas das dos demais casos, sendo bloqueados por prazo indeterminado, sem a existência de período de cálculo e de movimentação.

No BCR, as operações de absorção de liquidez utilizaram os três instrumentos – OMA, SF e RR. As OMA, em particular, as OMA-depósito (prazo de 1 a 7 dias de vencimento) e as OMA-títulos do BCR (prazo de 3 meses de vencimento)

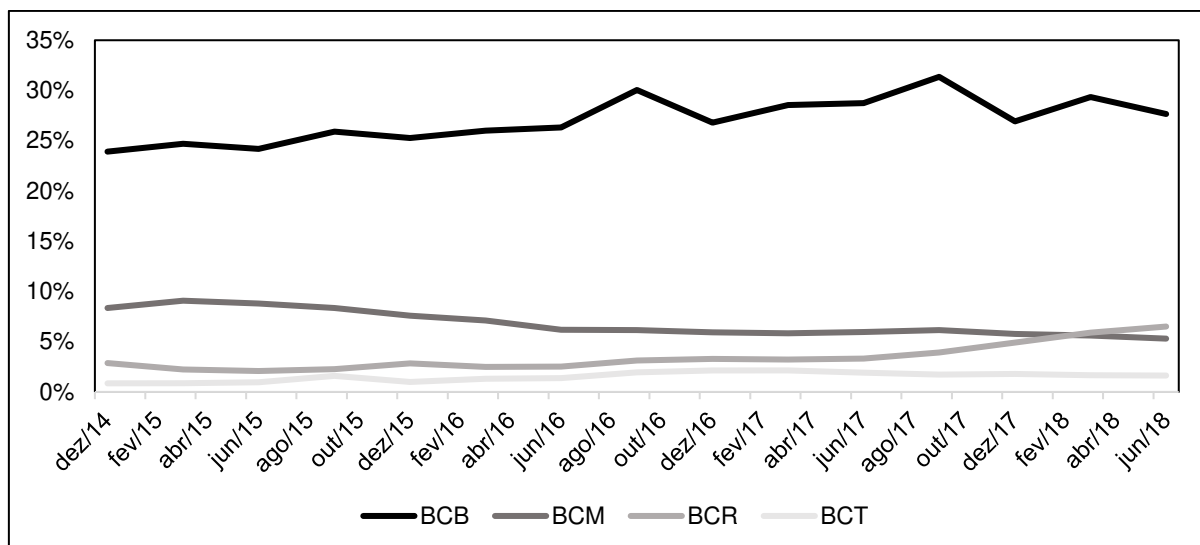
passaram a ser realizadas, respectivamente, a partir de setembro de 2016 e setembro de 2017, com a tendência de mudança do direcionamento da gestão de liquidez da instituição. Como visto, a partir de 2017, o BCR passou de superavitário para deficitário em relação ao sistema bancário. As SF-depósito, de curto prazo, foram utilizadas ao longo de todo o período, assim como os RR, com os RR bloqueados em contas especiais e os RR médios a serem cumpridos, com período de movimentação de um mês.

O BCT, por ter tido uma posição superavitária em relação ao sistema bancário ao longo de todo o período analisado, realizou apenas RR para a absorção de liquidez, com o período de movimentação tendo a duração de duas semanas.

Entre os casos em que houve operações líquidas de absorção de liquidez, o BCM possui a especificidade de realizar operações de médio e de longo prazo, conduzindo operações diárias de injeção de liquidez para manter o objetivo operacional na meta. No caso do BCB, foram realizadas operações de absorção de liquidez de curto prazo e a utilização de RR. No caso do BCR, a partir de 2017, quando o sistema bancário russo passou para uma posição superavitária em relação ao banco central, este passou a utilizar apenas operações de absorção de liquidez, com operações de curto prazo e de venda de títulos próprios, com vencimento para 30 dias.

No que diz respeito às OPM de absorção de liquidez em relação ao PIB, destaca-se o caso brasileiro, como pode ser verificado no gráfico 3.21. Enquanto as OPM de absorção de liquidez do BCB variaram entre 23% e 32% do PIB, nenhum dos outros casos chegou a ter uma participação dessas operações acima de 10% do PIB. De fato, com exceção do BCM, nenhum dos outros casos chegou perto do patamar de 10% do PIB. No caso do BCT, em que o sistema bancário foi deficitário em relação ao banco central, essas operações são os RR, em moeda nacional. Dessa forma, o caso turco foi o que teve uma menor participação das OPM de absorção de liquidez em relação ao PIB. Percebe-se que, nos casos do BCT e do BCR (até o final de 2016), mesmo com o sistema bancário em uma posição estrutural deficitária em relação aos bancos centrais, foram realizadas OPM de absorção de liquidez com os RR.

Gráfico 3.21 – OPM de absorção de liquidez em relação ao PIB, valores trimestrais (dez/14-jun/18)



Fonte: bancos centrais nacionais. Elaboração própria.

Em relação ao corredor de taxa de juros, o BCM e o BCR utilizaram um corredor de taxa de juros simétrico. No caso turco, o banco central utilizou um corredor de taxa de juros assimétrico, com o seu tamanho se expandindo e contraindo, conforme as mudanças de orientação da política monetária. No caso do BCB, na prática, não houve a utilização de um corredor de taxa de juros.

A utilização de moeda estrangeira para as OPM está associada ao grau de abertura financeira no terceiro nível. Entre os casos analisados, como discutido no Capítulo 2, a Turquia e a Rússia possuem um maior grau de conversibilidade interna da moeda, assim como um maior grau de dolarização, se comparados ao Brasil e ao México.

No caso turco, as OPM, tanto de injeção quanto de absorção de liquidez, utilizaram operações envolvendo moeda estrangeira, ao longo de todo o período analisado. No período de utilização das OMA-compromissadas e das SF-crédito e SF-depósito, entre dezembro de 2014 e o início de 2017, o BCT buscava estimular o sistema bancário a tomar empréstimos em moeda nacional ou a vender moeda estrangeira para satisfazer as necessidades de liquidez.

No caso das SF-LLW, principal OPM entre o início de 2017 e maio de 2018, utilizadas para injeção de liquidez após o fechamento do mercado, a intenção do

BCT era de que o sistema bancário realizasse a venda de moeda estrangeira ao longo do dia em troca de moeda nacional, levando à injeção de liquidez no sistema. Dessa forma, apesar das OPM de SF-LLW não envolverem diretamente operações com moeda estrangeira, o objetivo do banco central era gerir a liquidez, em moeda nacional, por meio de venda de moeda estrangeira por parte do sistema bancário.

No caso dos RR, foi discutida nos capítulos 2 e 3 a possibilidade de que parte dos RR poderiam ser realizados em moeda nacional ou em moeda estrangeira, conforme as escolhas das instituições bancárias. De acordo com essas escolhas, as necessidades de OPM de injeção de liquidez variariam. Assim como nas SF-LLW, os RR para OPM não utilizaram diretamente operações em moeda estrangeira para gerir a liquidez, mas a possibilidade de escolha dos agentes em relação aos RR levou a necessidades diferentes de operações compensatórias para manutenção do objetivo operacional.

O BCR, com a realização das SF-FX *Swaps*, abriu a possibilidade de utilizar moeda estrangeira em uma das pontas das OPM, já que, para injetar liquidez no sistema bancário, passou a aceitar depósitos em moeda estrangeira como garantia das operações.

Com o aprofundamento da conversibilidade interna da moeda e, conseqüentemente, o aumento de operações em moeda estrangeira no espaço nacional, houve um aumento da utilização de operações envolvendo moeda estrangeira com residentes. A forma de implementação da política monetária pelo BCR e pelo BCT abre a possibilidade de que a gestão de liquidez em moeda nacional seja realizada por meio de operações que utilizem (diretamente) ou induzam à utilização (indiretamente) de moeda estrangeira, afetando a taxa de câmbio dessas economias. Como visto no caso turco, os próprios relatórios do BCT corroboram a ideia de que a implementação da política monetária em sua forma convencional foi realizada no período em tela levando em consideração o setor externo, destacando a importância dos fluxos de capitais externos e do seu efeito sobre a taxa de câmbio.

3.6 Considerações finais

O capítulo discorreu sobre a implementação da política monetária, em sua forma convencional, nos estudos de caso selecionados (BCB, BCM, BCR e BCT), entre dezembro de 2014 e junho de 2018. Inicialmente, foram analisadas as principais OPM realizadas em cada um dos casos, considerando a participação efetiva dessas operações em relação ao PIB. Somado a isso, buscou-se evidenciar a mecânica de funcionamento dos diversos instrumentos utilizados, de forma a obter uma melhor compreensão da implementação da política monetária nos bancos centrais selecionados. De grande importância para os objetivos da tese foi a análise relacionada aos instrumentos de política monetária que utilizavam, direta ou indiretamente, operações com moeda estrangeira. Como discutido, essa dinâmica está relacionada à possibilidade de operações em moeda estrangeira com residentes.

A análise comparativa dos estudos de caso selecionados em relação à implementação da política monetária evidenciou as diferenças entre as OPM utilizadas no que diz respeito aos prazos, à mecânica de funcionamento do instrumento, aos ativos aceitos como garantia, à posição de liquidez do banco central em relação ao sistema bancário e à possibilidade de envolver moeda estrangeira em uma das pontas.

O avanço da conversibilidade interna da moeda leva à possibilidade de que as OPM utilizem operações envolvendo moeda estrangeira para a gestão de liquidez em moeda nacional. Evidenciou-se a existência de dois grupos distintos: de um lado, o BCB e o BCM, sem a existência de OPM envolvendo moeda estrangeira e, de outro lado, BCR e BCT, com a existência de OPM com utilização de moeda estrangeira. Entre os dois últimos bancos centrais, destacou-se a importância dessa dinâmica para o BCT.

CONCLUSÃO

A tese analisou a implementação da política monetária – tanto em sua forma convencional como pela política de BP de intervenção cambial – e a composição do BP de bancos centrais de quatro economias emergentes selecionadas – Brasil, México, Rússia e Turquia –, entre dezembro de 2014 e junho de 2018, considerando a forma de inserção desses países no SMFI contemporâneo.

No Capítulo 1, foram discutidas questões relacionadas à implementação da política monetária, diferenciando a sua forma convencional – com o objetivo operacional mais comum sendo o de uma meta para a taxa de juros de curto prazo – e as políticas de BP – em que se busca influenciar as condições financeiras de outros mercados. Em relação à busca do objetivo operacional de taxa de juros de curto prazo, o capítulo discutiu os principais instrumentos existentes, assim como a atuação do banco central no mercado interbancário. No que diz respeito à segunda forma de implementação da política monetária, o capítulo aprofundou a discussão teórica em relação à política de BP de intervenção cambial. Além de enfatizar a utilização por economias emergentes, assim como elencar e discutir os instrumentos existentes, buscou delimitar a relação entre a política de BP de intervenção cambial e a política cambial, que se confundem, tratando do mesmo fenômeno. Enquanto nos países centrais a temática da política cambial não é muito debatida, esse tema está presente na análise das economias emergentes.

Ainda no Capítulo 1, foi discutido como a inserção assimétrica das economias emergentes no SMFI contemporâneo impacta as características e influencia os condicionantes da implementação da política monetária, com destaque para os efeitos do aumento do grau de abertura financeira – em especial no terceiro nível –, com a conversibilidade interna da moeda.

A discussão teórica realizada no Capítulo 1, sobre a implementação da política monetária e a inserção assimétrica das economias emergentes no SMFI, foi necessária para direcionar os principais pontos a serem analisados nos estudos de caso. Nos capítulos 2 e 3 foram realizados, respectivamente, os estudos de caso em

relação à composição do BP dos bancos centrais e à implementação da política monetária em sua forma convencional.

A discussão em relação à composição do balanço dos bancos centrais selecionados foi realizada, em um primeiro momento, por meio de uma análise detalhada dos itens existentes, tanto pelo lado do ativo quanto do passivo. Os principais itens encontrados, com peso variando de caso para caso, foram: 1) reservas internacionais; 2) operações em moeda estrangeira no espaço nacional; 3) OPM; 4) depósitos do governo; e 5) capital, patrimônio líquido e conta de reavaliação.

Os impactos diretos da forma de inserção das economias emergentes no SMFI sobre o balanço dos bancos centrais foram captados pela presença das operações envolvendo moeda estrangeira, de acordo com a institucionalidade existente e o grau de abertura financeira, para cada caso analisado. Os impactos indiretos foram analisados com base no impacto das variações dos fluxos e/ou da reavaliação dos estoques das operações em moeda estrangeira em outros itens do BP, com destaque para os efeitos nas OPM; no capital, patrimônio líquido e conta de reavaliação; e nos depósitos de governo.

Destacou-se, nas operações denominadas em moeda estrangeira, uma grande participação das reservas internacionais em relação ao ativo total, apesar dessa participação ter variado entre os casos selecionados. Além das reservas internacionais, também foi notada a utilização de outros instrumentos de intervenção cambial, como a atuação nos mercados de derivativos – nos casos do BCB e do BCM – e a compra e venda à vista de moeda estrangeira com residentes – nos casos do BCR e do BCT.

No Capítulo 3 foi detalhada a institucionalidade da implementação da política monetária, em sua forma convencional, para os bancos centrais selecionados. A análise mostrou que os bancos centrais se diferenciaram em relação às características das operações realizadas, além do direcionamento da gestão de liquidez. Nos dois casos em que há um alto grau de abertura financeira no terceiro nível, assim como uma considerável dolarização da economia (BCR e BCT), os bancos centrais estiveram em uma posição estrutural superavitária em relação ao

sistema bancário – em todo o período, no caso do BCT, e em parte do período, no caso do BCR.

A tese evidenciou que o avanço do grau de abertura financeira no terceiro nível é imprescindível para que a utilização de instrumentos de intervenção cambial – relacionados à política cambial e à política de BP de intervenção cambial – possa ocorrer simultaneamente à utilização de instrumentos de política monetária em sua forma convencional. Neste sentido, a utilização do instrumento – seja para a política monetária em sua forma convencional, seja para a intervenção cambial – atingiria, simultaneamente, a liquidez em moeda estrangeira e em moeda nacional, afetando a taxa de juros de curto prazo e a taxa de câmbio. Esse foi o caso do BCR e do BCT, em que os instrumentos de implementação da política monetária passaram a incluir operações denominadas em moeda estrangeira com residentes para a gestão da liquidez em moeda nacional.

Nos casos do BCB e do BCM, a implementação da política monetária em sua forma convencional não envolveu operações em moeda estrangeira. Dessa forma, a utilização de instrumentos de intervenção cambial não ocorre simultaneamente à utilização para atingir o objetivo operacional de taxa de juros de curto prazo, ao menos não de forma intencional. O que ocorre são intervenções cambiais que levam à necessidade de OPM compensatórias. Nota-se, portanto, que o grau de conversibilidade interna da moeda leva a uma maior inter-relação entre os instrumentos de implementação de política monetária e de intervenção cambial, e consequentemente a uma maior inter-relação entre a política monetária e a política cambial.

A discussão realizada na tese abre possibilidades para futuras pesquisas relacionadas ao tema, com destaque para: 1) investigar como uma maior inter-relação entre os instrumentos de implementação da política monetária, em sua forma convencional, e de intervenção cambial pode impactar os mecanismos de transmissão da política monetária; e 2) avaliar o porquê das diferenças de excesso e escassez de liquidez nos casos analisados, analisando como essa dinâmica impacta os mecanismos de transmissão da política monetária.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AAMODT, E.; TAFJORD, K. **Structural liquidity**. Economic Commentaries No. 9. Norges Bank. 2013

ABOUCHEID, S. **Política cambial nos países emergentes: uma perspectiva keynesiana-estruturalista**. Tese de doutorado. Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2018.

AGÉNOR, P.; AYNAOUI, KARIM EL. Excess liquidity, bank pricing rules, and monetary policy. **Journal of Banking and Finance**, v. 34, n. 5, p. 923–933, 2010.

AIZENMAN, J.; JINJARAK, Y.; PARK, D. **International reserves and swap lines: substitutes or complements?** NBER Working paper 15.804. Cambridge. 2010.

AIZENMANN, J.; LEE, Y.; RHEE, Y. **International Reserves Management and Capital Mobility in a Volatile World: Policy Considerations and a Case Study of Korea**: NBER, Working Paper No. 10.534. 2004.

AKYÜZ, Y. **Financial Liberalization: The key issues**: Discussion Paper. Genebra, 1993.

_____. The Boom in Capital Flows to Developing Countries: Will It Go Bust Again? **Ekonomi-tek**, v. 1, n. 1, p. 63–96, 2012.

ANDRADE, R. P.; PRATES, D. M. Exchange rate dynamics in a peripheral monetary economy. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 35, n. 3, p. 399–416, 2013.

ARCHER, D.; MOSER-BOEHM, P. **Central bank finances**. BIS Papers No 71. Monetary and Economic Department. 2013.

BANCHS, A. G.; MOLLEJAS, L. M. International monetary asymmetries and the central bank. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 32, n. 3, p. 467–496, 2010.

BANCO MUNDIAL. **Sistemas de compensación y liquidación de pagos y valores en México**. Centro de estudios monetarios latinoamericanos, 2003.

BCB. Fatores condicionantes da evolução das operações compromissadas e eventos correlatos. 2016.

_____. **Demonstrações Financeiras**. Várias edições.

BCM. Estados Financieros Dictaminados. Banco de México. Várias edições.

BCM. **El Mercado de Valores Gubernamentales en México**: Del. Iztapalapa. 2014.

BCR. **Annual Report**. The Central Bank of the Russian Federation. Moscow. Várias edições.

_____. **Monetary Policy Report**. The Central Bank of the Russian Federation. Moscow. Várias edições.

_____. **Statiscal Bulletin**. Central Bank of the Russian Federation. The Central Bank of the Russian Federation. Várias edições.

BCT. **Annual Report**. Central Bank of the Republic of Turkey. Ankara. Várias edições.

_____. **Monetary and Exchange Rate Policy**. Central Bank of the Republic of Turkey. Ankara. Várias edições.

BENNETT, A.; ELMAN, C. Comparative Political Studies Case Study Methods in. **Comparative Political Studies**, v. 40, n. 2, 2007.

_____. Case Study Methods. In: REUS-SMIT, C.; SNIDAL, D. (Eds.). **The Oxford Handbook Of International Relations**. New York: Oxford University Press Inc., 2008.

BIANCARELLI, A. **Integração, Ciclos e Finanças Domésticas: o Brasil na Globalização Financeira**. Tese de doutorado. Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2007.

BINDSEIL, U. **Monetary Policy Implementation: Theory, Past and Present**. Oxford University Press. 2004.

_____. **Monetary Policy Operations and the Financial System**. Oxford University Press. 2014.

_____. **Evaluating monetary policy operational frameworks**. 2016.

BINICI, M.; KARA, A. H.; ÖZLÜ, P. **Unconventional Interest Rate Corridor and the Monetary Transmission: Evidence from Turkey**. Central Bank of the Republic of Turkey Working Paper No 16/08. 2016.

BIS. **Monetary policy frameworks and central bank market operations**. Bank for International Settlements, 2019.

BORIO, C. **The implementation of monetary policy in industrial countries**. BIS Economic Papers No 47. Monetary and Economic Department, Basel. 1997.

BORIO, C.; DISYATAT, P. **Unconventional monetary policies: An appraisal**. BIS Working Papers No 292. Monetary and Economic Department, Basel. 2009

BORIO, C.; ZABAI, A. **Unconventional monetary policies: a re-appraisal**. BIS Working Papers 570. Monetary and Economic Department, Basel. 2016.

CALVO, G. A.; REINHART, C. M. Fear of floating. **The Quarterly Journal Of Economics**, v. cxxii, n. 2, p. 379–408, 2002.

CAN, B. **The Likely Impact of Extended Turkish Treasury Single Account System on Public Finance in Turkey**. v. 13, n. 2, p. 231–266, 2019.

CANUTO, O.; CAVALLARI, M. **The Mist of Central Bank**. OCP Policy Center. Policy Brief, PB-17/07, 2017.

CARUANA, J. **Why central bank balance sheets matter**. BIS Papers, n. 66, p. 2–9, 2013.

CARNEIRO, R. Globalização financeira e inserção periférica. **Economia e Sociedade**, (13): 57-92. 1999.

CGFS. **Global liquidity – concept, measurement and policy implications**. Bank for International Settlements, CGFS Papers No 45, Basel. 2011.

CHEN, Q.; FILARDO, A.; HE, D.; ZHU, F. **Financial crisis, US unconventional monetary policy and international spillovers**. IMF Working Paper 15/85, 2015.

CHESNAIS, F. **A Mundialização do Capital**. Xamã, São Paulo. 1996.

COHEN, B. **The Geography of Money**. Cornell University Press. 1998.

DE CONTI, B. **Políticas cambial e monetária: os dilemas enfrentados por países emissores de moeda periféricas**. Tese de doutorado. Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2011.

DE CONTI, B.; PRATES, D. M. **The international monetary system hierarchy: current configuration and determinants**: Texto para Discussão 335, Instituto de Economia, Unicamp, Campinas. 2018.

DE CONTI, B.; PRATES, D. M.; PLIHON, D. A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos. **Economia e Sociedade**, v. 23, n. 251, p. 341–372, 2014.

DE CONTI, B. M. As relações entre o Tesouro Nacional e o Banco Central do Brasil. 2016

DALGIC, H. C. **Financial Dollarization in Emerging Markets: An Insurance Arrangement**. Discussion Paper Series No. 051. Project C 02. 2018.

DISYATAT, P. **Monetary policy implementation: Misconceptions and their consequences**. BIS Working Papers, n. 269, 2008.

DURRÉ, A.; PHIL, H. Central Bank balance sheets as policy tools. **BIS Papers No 66**. 2008.

EICHENGREEN B. **Can emerging markets float? Should they inflation target?** Banco Central do Brasil Working Paper no 36. 2002.

ERGUN, D.; GOUVEIA, O.; ORTIZ, Á. **International experiences of De-dollarization: What could be done in the Turkish case?** BBVA Research, economic watch. 2017.

ESEN, O. Financial Openness in Turkey. **International Review of Applied Economics**, v. 14, n. 1, 2000.

FAHRI, M.; PRATES, D. M.; ABOUCHEDID, S. Derivativos de câmbio e relação Banco Central-Tesouro: o caso do Brasil. In: PRATES, D. M.; TERRA, F. H. B.

(Eds.). . **O Brasil pós-recessão: das origens da crise às perspectivas e desafios futuros**". Associação Keynesiana Brasileira, 2018.

FILARDO, A.; YETMAN, J. **Key facts on central bank balance sheets in Asia and the Pacific**. BIS Paper No. 66c. 2012.

FLASSBECK, H. The Exchange rate: economic policy tool or market price? 2002.

FREITAS, M. C. P. DE; PRATES, D. M. Abertura financeira na América Latina: as experiências da Argentina, Brasil e México. **Economia e Sociedade**, v. 7, n. 2, p. 73–198, 1998.

FREITAS, M. C. P. DE; PRATES, D. M. A abertura financeira no governo FHC: impactos e consequências. **Economia e sociedade**, v. 10, n.2, p. 81-111. 2001.

FRITZ, B.; PAULA, L. F. DE; PRATES, D. M. Global currency hierarchy and national policy space: a framework for peripheral economies. **European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention**, v. 15, n. 2, p. 208–218, 2018.

FULLWILER, S. T. An endogenous money perspective on the post-crisis monetary policy debate. **Review of Keynesian Economics**, v. 1, n. 2, p. 171–194, 2013.

GANLEY, J. **Surplus Liquidity: Implications for Central Banks**: Centre for Central Banking Studies. Lecture Series No 3. Bank of England. 2002.

GOODFRIEND, M.; KING, R. G. **The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy**. NBER Macro ed. [s.l.] MIT Press, 1997. v. 12

GOODHART, C. **The changing role of central banks**. BIS Working Papers, v. 326, n. 326, p. 1–23, 2010.

GRAY, S. **Central Bank Balances and Reserve Requirements**: IMF Working Paper No 11//36. 2011.

GRAY, S. T. **Central bank management of surplus liquidity**. Centre for Central Banking Studies, Bank of England, London, n. 6, p. 72, 2006.

GRAY, S.; TALBOT, N. **Monetary operations**: Handbooks in Central Banking. Centre for Central Banking Studies, London. 2006.

HELLEINER, E. **States and the reemergence of global finance: from Bretton Woods to the 1990's**. Ithaca and London: Cornwell University Press. 1994.

HIGA, A. P.; AFONSO, J. R. **Algumas inter-relações da política fiscal com a monetária, cambial e creditícia no brasil**. Centro de Estudos da Consultoria do Senado Federal, n. 66, p. 1–27, 2009.

JÓNSDÓTTIR, R. The Central Bank of Iceland's Liquidity Management System. Economics wp79, Department of Economics, Central bank of Iceland. 2019.

KARA, A. H. **Monetary Policy in Turkey After the Global Crisis**: Central bank of the Republic of Turkey, Working paper No 12/17. 2012.

KARA, M.; EKINCI, M. B. New Monetary Policy Frame and Tools of the Central Bank in Turkey. **International Journal of Social Science Research**, 2018.

KAWALL, C. A dinâmica da dívida bruta e a relação Tesouro-Banco central. In: BACHA, E. (Ed.). **A crise fiscal e monetária brasileira**. Primeira Edição. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2016.

KRAAN, D. et al. Budgeting in Russia. **OECD Journal on Budgeting**, v. 8, n. 2, p. 1–58, 2008.

KÜÇÜK, H.; ÖZLÜ, P.; TALASLI, A.; ÜNALMIS, D.; YÜKSEL, C. Interest Rate Corridor, Liquidity Management and the Overnight Spread. **Contemporary Economic Policy**. 2015.

LAVOIE, M. **Post-Keynesian Economics: New Foundations**. Edward Elgar Publishing Ltd. 2014.

LEVY-YEYATI, E.; STURZENEGGER, F. Classifying exchange rate regimes: Deeds vs. words. **European Economic Review**, v. 49, n. 6, p. 1603–1635, 2005.

MACALOS, J. P. **A relação entre as intervenções cambiais de mercado do Banco Central do Brasil e os ciclos globais de liquidez entre 2003 e 2016**. Dissertação de mestrado, Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2018.

MACEDO E SILVA, A. C. **O que mostram as demonstrações? Balanços e resultados dos Bancos Centrais**. IPEA, Texto para discussão 2224. Rio de Janeiro. 2016. MEHRLING, P. **The new Lombard Street: how the Fed became the dealer of last resort**. Princeton University Press, Oxford. 2011.

_____. Why central banking should be re-imagined. BIS Papers No 79, p. 108–118, 2014.

MENDES, M. **Depósito Remunerado No Banco Central: Avanço Institucional Ou Contabilidade Criativa?** Boletim Legislativo Núcleo de Estudos e Pesquisas da Consultoria Legislativa, n. 45, p. 1–12, 2016.

MOFFIT, M. **O Dinheiro do Mundo: de Bretton Woods à beira da insolvência**. Editora Paz e Terra. 1984.

NYAWATA, O. Treasury Bills and/or Central Bank Bills for Absorbing Surplus Liquidity: the Main Considerations. **Journal of International Commerce, Economics and Policy**, v. 04, n. 02, p. 1350011, 2013.

OCAMPO, J. A. **Balance of Payments Dominance: Its Implications for Macroeconomic Policy**. p. 1–19, 2013.

OCAMPO, J. **International Asymmetries and the Design of the International Financial System**. CEPAL Serie Temas de Coyuntura n. 15, Santiago de Chile: CEPAL, 2001.

PALLEY, T. Accommodationism, structuralism, and superstructuralism. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 21, n. 1, p. 171–173, 1998.

PATTANAYAK, S.; FAINBOIM, I. **Treasury Single Account : Concept , Design , and Implementation Issues**: IMF Working Paper 10/143. 2010.

PAULA, L. F. DE; FRITZ, B.; PRATES, D. M. Keynes at the periphery: Currency hierarchy and challenges for economic policy in emerging economies. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 40, n. 2, p. 183–202, 3 abr. 2017.

PELLEGRINI, J. A. **As operações compromissadas do banco central**: Estudo Especial No 3. Instituto Fiscal Independente. 2017.

PIMENTA, C.; PESSOA, M. The treasury single account in Latin America: an essential tool for efficient treasury management. In: **Public Financial Management in Latin America: The key to efficiency and transparency**. International Monetary Fund, 2015.

PONOMARENKO, A.; SOLOVYEVA, A.; VASILIEVA, E. Financial dollarization in Russia: causes and consequences. **Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economies**, v. 6, n. 2, p. 221–243, 2013.

PONSOT, J. F. The Obsession of Credibility: A Historical Perspective on Full Dollarization and Currency Boards. **International Journal of Political Economy**, v. 33, n. 1, p. 83–99, 2003.

POOLE, W. Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model, **Quarterly Journal of Economics**, 84: 197–216. 1970.

PRATES, D. M.; ROSSI, P.; MARINS Nova lei cambial, um projeto de alto risco. *Valor Econômico*. 2019.

PRATES, D. M. **Crises financeiras dos países “emergentes”: uma interpretação heterodoxa**. Tese de doutorado. Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2002.

PRATES, D. M. **O regime de câmbio no Brasil (1999-2012): especificidades e dilemas**. IPEA, Brasília., 2015.

PRATES, D. M.; BLIKSTAD, N. A relação entre a política monetária e a gestão da dívida pública mobiliária no México: lições para o Brasil. **Brazilian Keynesian Review**, v. 3, n. 2, p. 56–81, 2017.

PREBISCH, R. **The Economic Development of Latin America and Its Principal Problems**. New York: United Nations Department of Economic Affairs, 1949.

REY, H. **Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence**. CEPR Discussion Papers 10591. 2015.

ROCHON, L. P.; ROSSI, S. Central banking and Post-Keynesian economics. **Review of Political Economy**, v. 19, n. 4, p. 539–554, 2007.

ROSSI, P. Institucionalidade do mercado de câmbio e a política cambial no Brasil. **Economia e Sociedade**, v. 23, p. 645-667, 2014.

RULE, G. **Collateral management in central bank balance policy operations**. Centre for Central Banking Studies. Bank of England. 2012.

_____. **Understanding the Central Bank Balance Sheet**. CCBS Handbook, v. 32, n. 32, p. 32, 2015.

SHULGIN, A. Sterilized Interventions in the Form of Foreign Currency Repos: VECM Analysis Using Russian Data. **Russian Journal Of Money And Finance**, June, p. 68–80, 2018.

SNOWDON, B.; VANE, H. **Modern Macroeconomics: Its Origins, Development and Current State**. Edward Elgar, Cheltenham. 2005.

STONE, M.; FUJITA, K.; ISHI, K. **Should Unconventional Balance Sheet Policies Be Added to the Central Bank Toolkit? A Review of the Experience So Far**. IMF Working Paper 11/145. 2011

TORRES, M. J. R. **Operacionalidade da Política Monetária no Brasil**. Tese de Doutorado. Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1999.

UYSAL, M. Financial stability and macroprudential policy in Macroprudential objectives and frameworks. BIS Papers No. 94z. 2018.

VIANA, M. **A Lei no 11.803 de 2008 e a relação entre o Banco Central do Brasil e o Tesouro Nacional: o caso brasileiro à luz das experiências internacionais**. Dissertação de Mestrado, Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2018.

VIKTOROV, I.; ABRAMOV, A. The 2014-15 Financial Crisis in Russia and the Foundations of Weak Monetary Power Autonomy in the International Political Economy. **New Political Economy**, p. 1–24, 2019.

YIN, R. **Estudo de caso: planejamento e métodos**. Segunda edição, Bookman, Porto Alegre, 2001.

WOODFORD, M. **Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy**. Princeton University Press. 2003.