

# 2224

TEXTO PARA DISCUSSÃO

## O QUE MOSTRAM AS DEMONSTRAÇÕES? BALANÇOS E RESULTADOS DOS BANCOS CENTRAIS

Antonio Carlos Macedo e Silva





# 2224

TEXTOS PARA DISCUSSÃO

Rio de Janeiro, agosto de 2016

## O QUE MOSTRAM AS DEMONSTRAÇÕES? BALANÇOS E RESULTADOS DOS BANCOS CENTRAIS

Antonio Carlos Macedo e Silva<sup>1</sup>

---

1. Bolsista do Programa de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD) da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea; e professor do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE/Unicamp).

## Governo Federal

### Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão

Ministro interino Dyogo Henrique de Oliveira

## **ipea** Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

Fundação pública vinculada ao Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão, o Ipea fornece suporte técnico e institucional às ações governamentais – possibilitando a formulação de inúmeras políticas públicas e programas de desenvolvimento brasileiro – e disponibiliza, para a sociedade, pesquisas e estudos realizados por seus técnicos.

#### **Presidente**

Ernesto Lozardo

#### **Diretor de Desenvolvimento Institucional**

Juliano Cardoso Eleutério

#### **Diretor de Estudos e Políticas do Estado, das Instituições e da Democracia**

João Alberto De Negri

#### **Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas**

Claudio Hamilton Matos dos Santos

#### **Diretor de Estudos e Políticas Regionais, Urbanas e Ambientais**

Alexandre Xavier Ywata de Carvalho

#### **Diretora de Estudos e Políticas Setoriais de Inovação, Regulação e Infraestrutura**

Fernanda De Negri

#### **Diretora de Estudos e Políticas Sociais**

Lenita Maria Turchi

#### **Diretor de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais**

Alice Pessoa de Abreu

#### **Chefe de Gabinete, Substituto**

Márcio Simão

#### **Assessora-chefe de Imprensa e Comunicação**

Maria Regina Costa Alvarez

Ouvidoria: <http://www.ipea.gov.br/ouvidoria>

URL: <http://www.ipea.gov.br>

## Texto para Discussão

Publicação cujo objetivo é divulgar resultados de estudos direta ou indiretamente desenvolvidos pelo Ipea, os quais, por sua relevância, levam informações para profissionais especializados e estabelecem um espaço para sugestões.

© Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – **ipea** 2016

Texto para discussão / Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.- Brasília : Rio de Janeiro : Ipea , 1990-

ISSN 1415-4765

1. Brasil. 2. Aspectos Econômicos. 3. Aspectos Sociais.  
I. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.

CDD 330.908

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou do Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

JEL: E52; E58.

# SUMÁRIO

---

SINOPSE

ABSTRACT

1 INTRODUÇÃO.....	7
2 A AUTORIDADE MONETÁRIA ENQUANTO “BANCO” .....	9
3 O BALANÇO DO BANCO CENTRAL E A POSIÇÃO DE LIQUIDEZ DO SISTEMA BANCÁRIO .....	13
4 DOS ESTOQUES AOS FLUXOS: O RESULTADO DO BANCO CENTRAL .....	31
5 CONCLUSÃO.....	37
REFERÊNCIAS .....	37



## SINOPSE

Este texto tem como principal objeto as demonstrações financeiras dos bancos centrais. O ponto de partida é o seu balanço patrimonial, que revela relações estreitas e às vezes perigosas com os tesouros nacionais e com as instituições financeiras. O balanço revela não apenas os instrumentos de política monetária empregados, mas também a posição estrutural de liquidez da autoridade monetária em relação ao sistema financeiro. Isto é, como credora – caso em que ordinariamente subministra liquidez, de forma a fazer valer a meta da taxa de juros; ou devedora – quando, com o mesmo objetivo, sistematicamente absorve liquidez, como no caso do Brasil e de muitos outros países em desenvolvimento. Dos estoques, passa-se para os fluxos, analisando-se os resultados financeiros da instituição, e mostra-se que estes resultados dependem crucialmente da institucionalidade, incluindo-se as regras contábeis.

**Palavras-chave:** Banco Central; política monetária; posição de liquidez do Banco Central.

## ABSTRACT

This paper deals with the financial statements of Central Banks. The starting point is the analysis of their balance sheets, which reveal their strong connections, on the one hand, with the National Treasuries; on the other hand, with the financial firms. The balance sheets reveal, besides the monetary policy instruments employed by the Central Bank, its structural liquidity position. If the banking system features a structural liquidity deficit, the Central Bank will provide the required reserves, so as to enforce its policy rate. In the opposite case – as in Brazil and many other developing countries – the Central Bank will be in the job of absorbing surplus liquidity. From the stocks, the paper moves on to flows, analyzing Central Banks' financial results, showing that they crucially depend on the institutions (including the accounting standards).

**Keywords:** Central Bank; monetary policy.



## 1 INTRODUÇÃO

Toda venda é uma compra. Este truísmo é tipicamente, e não sem proveito, proferido por economistas para mostrar que o fato econômico básico em uma economia mercantil é uma relação entre duas partes: o fluxo que é despesa para o comprador é receita para o vendedor.

O truísmo é, porém, parcial. Mais sagazes que os economistas, são talvez os contadores, quando observam que toda operação mercantil suscita, de imediato, não menos que quatro entradas: a despesa reduz a riqueza líquida do comprador, ao mesmo tempo que agrega recursos monetários ao portfólio do vendedor. A imagem simples de dois agentes privados que, isolados, celebram a liberdade e quiçá a santidade do contrato (ainda que à vista e informal) é um fotograma de um longa. Nele, aparecem agências do Estado e das instituições financeiras.

O Estado, em sua face de autoridade monetária, define a unidade de conta e o ativo – a moeda estatal – cuja transferência sacramenta a transação (Keynes, 1971<sup>1</sup>). Ao mesmo tempo que emite este ativo, ele supervisiona sua circulação entre os bancos, ocupando o posto central no sistema de pagamentos e compensações.

O poder de compra exercido pelo demandante talvez terá sido criado por seu banco na forma de empréstimo – um depósito de moeda escritural privada em sua conta bancária. A proverbial compra e venda será, porém, saldada em moeda “sonante” e estatal,<sup>2</sup> ou mediante a transferência do depósito, a qual implica o movimento de reservas (em moeda escritural, mas agora estatal) entre as contas que os bancos mantêm junto à autoridade monetária. É provável que sobre a transação incidam impostos recolhidos em algum momento às contas bancárias do Tesouro, entre as quais sua própria conta junto à autoridade monetária.

Ampliado o foco – e prolongado o filme – aparecerão, num curto período, milhões de *transactors* e bilhões de transações com reflexos importantes nas contas e nas ações das instituições financeiras privadas, bem como nas contas das autoridades fiscal e monetária.

---

1. Publicado originalmente em 1930.

2. Ou “do” Banco Central.

O objeto deste texto é a autoridade monetária, a qual na maioria dos países, por razões históricas e em certa medida circunstanciais, aparece centrada numa instituição que leva o nome um pouco enganoso de banco central. O objetivo final da pesquisa é o Banco Central do Brasil (BCB), que será tratado em um texto posterior.

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. O Banco Central, como os bancos privados, pode afinal criar riqueza financeira de forma instantânea e, como nenhum outro agente, em princípio ilimitada.

Uma demonstração prática dessa possibilidade foi o crescimento vertiginoso do portfólio de vários bancos centrais em resposta à crise financeira iniciada em 2007 – daí, aliás, o grande aumento da literatura internacional que explora o balanço dos bancos centrais. No Brasil, o crescimento do produto interno bruto (PIB) foi de 10 pontos percentuais (p.p.) entre 2006 e 2014.

Após esta introdução, a primeira parte do texto aborda especificidades da autoridade monetária, considerada como um banco; a segunda apresenta o balanço patrimonial do Banco Central e explora o modo como este balanço reflete os chamados choques autônomos e a atuação do Banco como fonte da liquidez requerida pelo sistema bancário ou como destino da liquidez que este não deseja reter; a terceira trata rapidamente das conexões entre os estoques (registrados no balanço patrimonial) e os fluxos (contabilizados no resultado) do Banco Central – mostra-se que, para a determinação do resultado, conexões de natureza institucional (materializadas em

regras contábeis) podem ser tão importantes quanto conexões de natureza econômica. Ao final, faz-se uma breve conclusão.

## 2 A AUTORIDADE MONETÁRIA ENQUANTO “BANCO”

O truísmo que abre este texto desdobra-se com facilidade no senso comum (ainda mais enganoso) de que só a renda – que resulta da venda de bens ou serviços – gera poder de compra. Nessa visão, o crédito concedido ao agente deficitário provém do agente que poupa parte de sua renda. O banco é apenas o providencial intermediário.

Escapa ao senso comum o fato de que todos os bancos comerciais são criadores natos<sup>3</sup> de poder de compra. Eles criam meios de pagamento, *ad hoc* e *ex nihilo* (mas não *ad infinitum*), ao adquirir ativos e creditar os valores devidos na conta dos correntistas. Entre estes ativos, estão especialmente os compromissos contratuais assumidos pelos devedores de pagar no futuro e com juros os empréstimos tomados.

Para criar meios de pagamento, os bancos enfrentam condicionantes e restrições de natureza econômica e institucional, internas e externas. Uma restrição básica advém do fato de que as despesas realizadas pelos agentes creditados determinam, em alguma proporção, a transferência de reservas bancárias de uma instituição financeira para outra<sup>4</sup> e a conversão de parte dos depósitos em moeda sonante – ou, de forma mais precisa e contemporânea, em papel-moeda.<sup>5</sup>

Cada banco, individualmente, procura suprir suas eventuais necessidades desses ativos mediante a oferta de remuneração atraente a proprietários de recursos líquidos, que não raro são outros bancos. Só a autoridade monetária, porém, é capaz de suprir o crescimento da demanda coletiva dos bancos<sup>6</sup> pela moeda estatal, na forma de reservas

---

3. Por delegação, é claro, da autoridade monetária.

4. Por intermédio de um sistema de pagamentos e compensações que, quando não é propriedade do Banco Central, é por ele supervisionado.

5. Restrições institucionais compreendem, por exemplo, os depósitos compulsórios e as exigências de Basileia, que refreiam a alavancagem por meio de uma razão máxima entre o valor dos ativos (ponderados pelo risco) e o do capital (cujas definições tem variado no tempo) do banco. Essas restrições, é claro, são obviadas pela política monetária, pelo próprio crescimento do capital próprio dos bancos e por inovações financeiras (ver, por exemplo, Lavoie, 2014).

6. Influenciada por grande número de fatores, entre os quais, o próprio crescimento da economia. O tema será tratado adiante.

bancárias ou de meio circulante (que, agregados, correspondem ao conceito de base monetária ou *high-powered money*).

Outra restrição importante diz respeito à busca, pelo banco, de uma combinação adequada entre lucratividade e risco. *Ceteris paribus*, a primeira aumenta com a alavancagem; maior a alavancagem, porém, maior o risco de que a desvalorização dos ativos adquiridos venha a quebrar a instituição, tornando negativo seu patrimônio líquido.

A autoridade monetária não está sujeita a essas duas restrições, ou a outras tantas que se aplicam aos bancos. Aqui, as aparências enganam, ainda que importem. Esta é a mensagem de um texto recente de pesquisadores do Bank for International Settlements (BIS). A autoridade monetária, “*as it happens*”, assume em geral a aparência de um banco. Como qualquer banco, ela publica suas demonstrações financeiras, com balanço e demonstração de lucros e perdas; toma empréstimos e faz empréstimos; e ostenta um portfólio com aplicações financeiras diversificadas. Mas a “estrutura de banco”,<sup>7</sup> embora “conveniente para uma autoridade monetária (...), é também fonte de confusão” (Archer e Moser-Boehm, 2013, p. 8), mesmo para economistas e agentes do mercado financeiro, tantas vezes tomados como a encarnação da racionalidade substantiva.

A confusão consiste em avaliar o Banco Central com base na métrica aplicada aos demais bancos. O portfólio do Banco Central é como nenhum outro. Só o Banco Central salda suas aquisições com a emissão de um passivo de produção gratuita,<sup>8</sup> não remunerado e irredimível, por ser imediatamente reconhecido pelos agentes como a expressão definitiva do poder de compra. Detendo o monopólio da emissão de moeda estatal, a autoridade monetária é “inquebrável” se a moeda que emite tem aceitação internacional; e se não for o caso (como na maioria dos países), será igualmente “inquebrável” enquanto não tiver passivo líquido denominado em moedas externas, as quais, obviamente, é incapaz de emitir.

---

7. Embora também emprestem e tomem emprestado, os Tesouros em geral não publicam balanços ou apresentam uma “estrutura de banco”.

8. Se abstrairmos o irrelevante custo de produção da moeda sonante.

Pareceria, então, que o Banco Central tem certa propensão à “grandeza” e que está fadado a ser lucrativo. De fato, não há limites óbvios à sua capacidade de adquirir ativos, já que ele financia essas compras (e os eventuais prejuízos em operações passadas) com a emissão de moeda. Entretanto, o negócio financeiro, longe de ser monopólio estatal, inclui territórios tão ciosamente ocupados pelos agentes privados quanto protegidos pelos próprios bancos centrais. A institucionalidade contemporânea restringe o escopo das operações do Banco Central; restringe, com zelo particularmente ostensivo, o acesso direto, por outras agências públicas,<sup>9</sup> à cornucópia de poder de compra outorgada pelo próprio Estado à autoridade monetária.<sup>10</sup> De forma geral, os bancos centrais contemporâneos deixaram de ter suas funções “de fomento”, com as quais no passado realizaram empréstimos diretos a setores não financeiros.

As funções remanescentes dos bancos centrais, porém, podem perfeitamente conduzir a processos nos quais, com a anuência ou sob os aplausos do setor privado, o balanço patrimonial da entidade estatal se avoluma, crescendo em relação ao produto agregado ou em relação à riqueza financeira privada.

Essas funções são igualmente compatíveis com a realização de resultados negativos vultosos e recorrentes.<sup>11</sup> No caso do Banco Central, não vale a conexão entre patrimônio líquido negativo e quebra. De forma geral, lembra o mesmo texto do BIS, os bancos centrais não estão submetidos à lei de falências ou às exigências de capital mínimo. Os prejuízos do Banco Central nunca precisam ser saldados por meio da liquidação dos ativos que ainda tenham valor de mercado: seus compromissos correntes podem ser cobertos pela emissão de moeda – prática que para alguns é entendida como uma capitalização do banco, já que se trata de um passivo não resgatável. O Banco Central pode ser ainda recapitalizado pelo governo, como tem ocorrido no Brasil. Ou pode

9. Conquanto haja exceções, mesmo em países desenvolvidos, como o Canadá: “*Canada is unique among the sovereigns investigated in that the Central Bank can participate at auction without restriction and not as an add-on (...) The Bank of Canada participated up to 15 percent in nominal bond auctions and up to 25 percent for treasury bill auctions*” (Department of Finances Canada 2011 *apud* Lavoie, 2013, p. 16). Ver também capítulo 4 de Lavoie (2014).

10. Na síntese (sempre instigante) de Goodhart (2010, p. 9), a essência do *central banking* consiste em administrar a liquidez usando a maleabilidade de seu balanço para garantir a estabilidade financeira, no suprimento regular (e coletivo) de liquidez e no suprimento a instituições específicas, como emprestador em última instância. As duas funções adicionais consistem na manutenção da estabilidade dos preços e em “*support the state’s financing needs at times of crisis, but in normal times to constrain misuse of the state’s financial power*” (Goodhart, 2010, p. 1).

11. Antes do século XX, a busca de rentabilidade era um objetivo de todos os bancos centrais. O *survey* realizado pelo BIS junto a 47 bancos centrais revela que, hoje, a geração de lucros não está entre os objetivos de nenhum deles (BIS, 2009a).

seguir operando normalmente, ainda que com patrimônio líquido negativo, como acontece com vários bancos centrais, e por longos períodos.<sup>12</sup>

Mas as aparências importam, mesmo que falsas. Nas palavras de Caruana (2013, p. 1), diretor-geral do BIS desde 2009:

*central banks are not commercial banks (...) The problem is that not everyone appreciates that a central bank's accounting equity can be negative without any reason for alarm bells to ring. Markets may instead react badly in the false belief that losses imply a loss of policy effectiveness* (grifo nosso).

Chama atenção o tranquilo desprendimento (sem prejuízo da propriedade) com que os pragmáticos pesquisadores do BIS descartam um dos pilares da reflexão macroeconômica *mainstream*: a hipótese dos mercados eficientes. É *porque* os mercados (além de muitos economistas e políticos) parecem incapazes de compreender a natureza da autoridade monetária que, mergulhando na crescente literatura sobre o tema da adequação do capital do Banco Central, Archer e Moser-Boehm (2013) embrenham-se na análise da elusiva noção de “força financeira” (*financial strength*), cujo papel central seria o de tranquilizar mercados assombradiços. Esta força financeira resultaria, de um lado, de um (igualmente elusivo) “patrimônio líquido compreensivo positivo”;<sup>13</sup> e, de outro, de características institucionais que vão das políticas de transferência de risco do Banco Central às regras de distribuição de lucros, passando pelas práticas contábeis de lançamento do valor de ativos e passivos, de reconhecimento de perdas e ganhos e de constituição de reservas.<sup>14</sup>

No Brasil, como se verá em texto posterior, a política de acumulação de reservas cambiais suscitou, em 2008, mudanças institucionais importantes, como a Medida

---

12. “Clearly, it cannot be the case that central banks are profitable by nature. There are too many counterexamples (...) Even in normal times, long-run profitability is tenuous for many central banks” (Archer e Moser-Boehm, 2013, p. 15).

13. Um “positive comprehensive net worth” seria o produto de uma igualmente positiva “structural net income”, calculada a partir do valor presente esperado dos rendimentos futuros, líquido do valor presente esperado dos custos futuros (incluindo-se os fluxos associados a ativos e passivos não registrados no balanço (Archer e Moser-Boehm, 2013, p. 9).

14. Convém ressaltar que, como outros analistas, Archer e Moser-Boehm (2013, p. 59) acreditam que: “if politicians misinterpret financial weakness as meaning that the central bank is now dependent on them for a bailout if policymaking is to continue, the power relationship is likely to be affected. Seeking a recapitalization from the government would then be a double-edged sword. The mere act of seeking one might give up to elected politicians an authority that had been purposefully delegated to the central bank”. Os autores parecem não levar em conta a possibilidade de um arranjo no qual os prejuízos do Banco Central são rápidos e sistematicamente transferidos ao Tesouro, como acontece no Brasil desde 2008. Para uma análise aplicada ao caso brasileiro, ver, por exemplo, Carvalho Junior (2011).

Provisória nº 435 e a Lei nº 11.803, cujo objetivo foi exatamente manter a falsa aparência do Banco Central como um banco entre outros.

É interessante retomar, agora, o tema das funções do Banco Central, mostrando-se como, uma mais que outras, estas funções se revelam no balanço e nos resultados da instituição.

### **3 O BALANÇO DO BANCO CENTRAL E A POSIÇÃO DE LIQUIDEZ DO SISTEMA BANCÁRIO**

A lista das funções tipicamente associadas à autoridade monetária é matéria básica dos manuais de macroeconomia. Segundo estes, seriam várias as funções do Banco Central: *i)* deter o monopólio da emissão de moeda estatal e executar a política monetária (e possivelmente, a cambial, sendo com frequência depositário e gestor das reservas oficiais); *ii)* ser o banco e o supervisor dos bancos, mantendo depósitos e provendo liquidez; *iii)* contribuir para a infraestrutura financeira (por exemplo, administrando o sistema interbancário de pagamentos e realizando a compensação das operações com a moeda estatal); *iv)* ser o “banco do governo”, embora lhe seja geralmente proibido fazer empréstimos diretos para o governo, já que este mantém nele uma conta – não necessariamente a única ou a mais importante; *v)* zelar pela estabilidade do sistema financeiro – em caso de crise financeira, ele restaura esta estabilidade mediante instrumentos e medidas excepcionais; *vi)* promover o desenvolvimento dos mercados financeiros; entre outras funções.

Os manuais, porém, não fazem justiça à complexidade das funções do Banco Central –que podem ser desdobradas em diferentes atividades<sup>15</sup> – ou à sua diversificação institucional:<sup>16</sup> variam as atribuições das funções, a conformação e o uso dos vários instrumentos por meio dos quais são exercidas, assim como a divisão de responsabilidades, em certos casos partilhadas com outras agências públicas ou mesmo privadas.

---

15. Como, no caso da política monetária, a especificação dos objetivos, a formulação de políticas e a implementação destas (BIS, 2009a).

16. Ver, por exemplo, BIS (2009a; 2009b). Em Brasil (2013), o foco são as diferenças institucionais entre os países no que se refere ao relacionamento entre autoridade fiscal e monetária. Sobre o assunto, ver também Leister e Ladeira de Medeiros (2012).

A complexidade das funções reflete os objetivos que as pautam. No quadro contemporâneo, os objetivos dominantes são os de estabilidade dos preços (em geral mais precisos no que tange aos preços internos que à taxa de câmbio) e os relativos à estabilidade financeira (mais vagos). No caso desta última, parece não ser possível ou talvez desejável, por razões de risco moral e pela própria incerteza com relação à natureza e à dimensão das crises financeiras futuras, definir com precisão os limites da responsabilidade do Banco Central.

Seja como for, as atribuições do Banco Central – em particular, as suas responsabilidades na condução das políticas monetária e cambial – manifestam-se tanto em sua estrutura patrimonial quanto em seus resultados.

Para uma primeira aproximação, é conveniente empregar, com algumas adaptações, o balanço patrimonial ideal dos bancos centrais tal como proposto por Bindseil (2004). Como em qualquer empresa, o excesso dos ativos (predominantemente financeiros, no caso dos bancos) sobre os passivos (que incluem as reservas dos bancos, compulsórias ou voluntárias) corresponde à soma de capital e reservas. No quadro 1, porém, a distribuição das rubricas obedece, sobretudo, ao propósito de destacar os instrumentos essenciais para a realização daquela que, para Bindseil, é por excelência<sup>17</sup> a meta operacional do Banco Central: a taxa de juros de curto prazo. Também por esta razão, o quadro separa claramente as operações conforme tenham por consequência aumentar ou reduzir a liquidez do sistema bancário – medida, neste caso, pelo volume de reservas bancárias.

Um conjunto expressivo de autores partilha a tese de que a operação cotidiana da política monetária tem caráter “defensivo”: o Banco Central *reage* a choques. Procura antecipar-se aos choques (sem muita precisão) esperados; e procura ajustar-se aos

---

17. Como ressalta Bindseil (2004), só faz sentido definir metas operacionais para variáveis sobre as quais se possa obter um grau de controle relativamente alto. Isto se aplica à taxa de juros do mercado interbancário, mas não à base monetária – entre outros agregados monetários que eventualmente foram objeto da atenção de economistas monetaristas e alguns banqueiros centrais. De forma geral, o controle de agregados é impraticável inclusive por implicar enorme volatilidade das taxas de juros, tornando-se incompatível com a estabilidade financeira. Nos Estados Unidos, motivações políticas estariam na origem do zelo com que o Sistema de Reserva Federal (FED) procurou obscurecer, durante a maior parte de sua história, a própria responsabilidade pela determinação dos juros. Para Bindseil (2014), nem o breve interregno monetarista, durante o qual o FED não deixou de acompanhar e reagir às oscilações das taxas de juros, nem as peculiares políticas “heterodoxas” pós-crise financeira de 2007 (ver a seguir) contradizem esta visão.

choques efetivamente ocorridos. Sua reação consiste, de um lado, em tentar garantir a vigência de condições de liquidez consistentes com a meta operacional; e, de outro (de forma mais espaçada), em alterar a própria meta operacional, no objetivo de, com isso, aproximar-se de suas metas finais.

Parte importante da atividade diária do Banco Central consiste, assim, em tentar garantir, por meio das operações de política monetária (OPM) destacadas no quadro, que no mercado relevante – normalmente o interbancário – o custo da moeda estatal permaneça numa faixa tolerável de oscilações em torno da meta operacional. Atualmente, esta tende a ser uma *policy rate* (para operações de curtíssimo prazo, ou *overnight*), explicitamente assumida pelo Banco.

QUADRO 1  
**Balanço do Banco Central**  
1A – Fatores autônomos

Ativo	Passivo
Criação de liquidez	Absorção de liquidez
Reservas internacionais	Meio circulante
Aplicações financeiras em moeda local	Depósitos governamentais
Bens móveis e imóveis	Outros passivos em moeda local
	Passivos em moedas estrangeiras
	Capital e reservas

1B – OPMs

Ativo	Passivo
Criação de liquidez	Absorção de liquidez
Mercado aberto I: compra de ativos financeiros ( <i>outright</i> )	Mercado aberto I: venda de títulos de dívida do Banco Central
Mercado aberto II: operações compromissadas de crédito ( <i>reverse repos</i> )	Mercado aberto II: operações compromissadas tomadoras de recursos ( <i>repos</i> )
<i>Standing facility</i> : aquisição de títulos (redescoto) ou empréstimos (janela lombarda)	<i>Standing (deposit) facility</i>
	Reservas bancárias (compulsórias ou não)

Fonte: Bindseil (2004, p. 48).  
Elaboração do autor.

Note-se que, em condições normais, o volume de transações entre os bancos comerciais é muito superior à quantidade das transações entre estes e o Banco Central. Os volumes relativos variam conforme a institucionalidade e as circunstâncias – durante crises financeiras, o mercado interbancário tende a congelar. Parece haver mesmo um

*trade-off*: o perfeito *enforcement* da *policy rate* se daria numa situação em que todas as transações se dessem entre os bancos comerciais e o Banco Central; a preservação do interbancário é, porém, entendida (ver adiante) como importante por parte dos bancos centrais.

A essência das OPMs é simples: suprir liquidez quando há evidências ou expectativas de que a escassez de reservas bancárias pressionará – ou evidências de que *está pressionando* – as taxas de mercado acima da meta; ou absorver liquidez na situação oposta. Na primeira situação, um banco que careça de moeda estatal poderá obtê-las com o Banco Central a uma taxa por este estipulada (não necessariamente a *policy rate*), no lugar de pagar uma taxa ainda mais elevada no mercado interbancário. Na segunda situação, a absorção de moeda estatal pela autoridade monetária evitará que as taxas praticadas no mercado interbancário caiam significativa e persistentemente abaixo da meta.

A essência é simples, mas a prática – descartada a simplicidade operacional que adviria da extinção do interbancário – pode ser complexa, sendo extremamente diversificada, histórica e geograficamente. Intensamente variável é também a precisão com que os bancos centrais – mesmo em países desenvolvidos – conseguem reduzir os desvios das transações no interbancário em relação à *policy rate*.

Essa complexidade advém da própria centralidade da constelação formada pelo sistema bancário e por seu Banco Central. A cada dia, muitos milhões de *transactors* realizam um número ainda maior de transações. A maior parte delas passa pelo sistema bancário. Cada transação é um pequeno choque, que gera desequilíbrios entre os bancos, de um lado, e desequilíbrios entre o sistema bancário como um todo e o Banco Central, de outro.

No balanço do Banco Central, esses choques – além daqueles que podem ter origem nas próprias decisões da autoridade monetária – tomam a forma de variações nos fatores “autônomos”. O sentido dessa autonomia é particular:<sup>18</sup> a definição abarca

---

18. Alguns autores entendem como autônomas as rubricas cujo controle escapa ao Banco Central (Ganley, 2003, p. 14; Aamodt e Tafford, 2013, p. 2). A definição parece um tanto restrita, tendo em vista em especial as reservas internacionais, dada a atual predominância da flutuação cambial suja, que implica a ação em alguma medida discricionária do próprio Banco Central.

de fato as rubricas cujo comportamento não responde ao propósito básico de controle da meta operacional. São essas variações nas rubricas que induzem as operações compensatórias de política monetária.

Naturalmente, os fatores autônomos não têm todos o mesmo protagonismo. Há rubricas tranquilas: no ativo, o investimento em bens móveis e imóveis, e mesmo as aplicações financeiras não motivadas pela política monetária em moeda local do Banco;<sup>19</sup> e no passivo, o item capital e reservas (ainda que de importância crucial na definição do relacionamento com o Tesouro). As oscilações mais significativas no balanço do Banco Central provêm essencialmente de três contas: meios de pagamento, depósitos governamentais<sup>20</sup> e reservas internacionais (Bindseil, 2004). De fato, essas oscilações têm por contrapartida inicial oscilações igualmente abruptas e significativas nas reservas bancárias – cuja compensação motiva justamente a maior parte das operações de política monetária.

Quando, por exemplo, os agentes não bancários exercem sua opção de converter parte de seus depósitos em moeda sonante, caem as reservas, em igual parte cedidas ao Banco Central em troca do papel-moeda necessário – que representa aumento do meio circulante. Quando o Tesouro realiza uma emissão líquida de títulos ou recolhe impostos e suas receitas são transferidas à sua conta no Banco Central (em lugar de permanecer em eventuais contas do Tesouro em bancos privados), as reservas bancárias, mais uma vez, caem *pro tanto*. Movimento oposto ocorre quando o Banco Central adquire moeda estrangeira, lançando depósitos nas contas dos vendedores e aumentando, com isso, as reservas bancárias.

Na ausência de operações de política monetária, uma variação líquida *positiva* (consolidada – *netted* – pelo lado do ativo do Banco Central) dos fatores autônomos determinará aumento equivalente nas reservas bancárias. A contrapartida final, porém, deverá tomar a forma de OPMs de *absorção* de liquidez, ou de uma combinação entre estas e um aumento das reservas bancárias.

---

19. Esta última rubrica torna-se menos tranquila, porém, se certas operações do Banco Central como prestador em última instância nela forem alocadas, como no caso do Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (Proer) ou dos empréstimos do FED a instituições como a American International Group (AIG).  
20. Entretanto, em vários países, como Estados Unidos, Canadá e parte importante da Eurolândia, arranjos estabelecidos pelo Tesouro e pelo Banco Central estabilizam o valor dos depósitos do Tesouro (Bindseil, 2014, p. 29).

É possível calcular os valores líquidos dos fatores autônomos e das OPMs tanto a partir do ativo como do passivo. Tendo-se em conta a realidade brasileira – como a de muitos outros países emergentes que constituíram grandes posições externas em divisas –, é razoável calcular o valor líquido dos fatores autônomos a partir do ativo, conforme a seguir:

$$FA = RI + AF + I - (M + DG + PF + PF^* + K). \quad (1)$$

Em que:

- $FA$  é o valor líquido dos fatores autônomos;
- $RI$  são as reservas internacionais;
- $AF$ , as aplicações financeiras;
- $I$ , os investimentos em móveis e imóveis;
- $M$ , os meios de pagamento;
- $DG$ , os depósitos governamentais;
- $PF$  e  $PF^*$ , os passivos em moeda nacional e estrangeira, respectivamente; e
- $K$ , o capital e as reservas.

Calculando-se o valor líquido das OPMs pelo lado do passivo do Banco Central, obtém-se:

$$\begin{aligned} OPM = & (\text{Vendas} - \text{compras } \textit{outright}) + (\textit{repos} - \textit{reverse repos}) + \\ & + (\text{depósitos} - \text{empréstimos e descontos}). \end{aligned} \quad (2)$$

Dessas convenções contábeis resulta a equação (3), que descreve o balanço do Banco Central por meio da igualdade entre, de um lado, o valor líquido dos fatores autônomos (consolidada pelo lado do ativo) e, de outro, a soma entre o valor líquido das OPMs (consolidada pelo lado do passivo) e as reservas bancárias ( $R$ ).

$$FA = OPM + R. \quad (3)$$

Como foi dito, variações líquidas *positivas* em  $FA^{21}$  implicam, *prima facie*, aumento das reservas bancárias:

$$\Delta FA = \Delta R = \Delta R^D + \Delta R^E. \quad (4)$$

Não é impossível (mas tampouco é necessário) que, ao mesmo tempo, a demanda por reservas (compulsórias e/ou voluntárias) esteja aumentando, isto é,  $\Delta R^D > 0$ . É muito provável, porém, que se criem reservas excedentes ( $\Delta R^E > 0$ ), configurando-se um excesso de liquidez (*liquidity surplus*). Nos termos de Borio (2001), o sistema bancário<sup>22</sup> terá constituído uma *net liquidity position* (NLP) positiva:

$$NLP = \Delta FA - \Delta R^d = \Delta R^E. \quad (5)$$

Esta NLP é por alguns denominada liquidez estrutural do sistema bancário – talvez porque o excesso de liquidez diga respeito ao agregado dos bancos. Borio (2001, 8n), porém, considera “preferível restringir esse termo a situações em que o *superavit/deficit* decorrente dos fatores autônomos persiste fortemente ao longo do tempo”.

Note-se que, de toda forma, essa definição da posição de liquidez do sistema bancário, que diz respeito aos fluxos<sup>23</sup>, tem caráter *ex ante*, como na equação 4. Isso porque o sistema bancário e o Banco Central abominam o excesso ou a escassez de liquidez.

No mundo dos manuais, a criação de reservas excedentes motiva os bancos a aumentarem o volume de empréstimos (mesmo a uma taxa de juros dada, a julgar pela

21. Como as decorrentes, *ceteris paribus*, da acumulação de reservas oficiais; de uma contração da demanda por meios de pagamento (desde que se invertendo os outros dois exemplos); de um aumento nos gastos governamentais, bem como de *resgates líquidos* da dívida do Tesouro *em poder do público* — o que parece ser importante no caso brasileiro após 2006.

22. Convém ressaltar que a NLP aqui definida diz respeito ao agregado do sistema bancário, não implicando a distribuição da liquidez entre os bancos. Os bancos recebem e perdem reservas em ritmos diferentes, conforme, por exemplo, a velocidade com que estejam expandindo seus empréstimos. A existência de bancos com carência ou excesso de liquidez ensejará os negócios entre partes privadas no mercado interbancário.

23. Adiante, veremos a definição aplicada aos estoques.

descrição usual do multiplicador bancário). No mundo real,<sup>24</sup> o efeito é muito distinto: se o Banco Central não oferece uma opção de remuneração a estas reservas, o excesso de liquidez derruba a taxa do interbancário até seu piso nominal, de zero, e os empréstimos bancários não se expandem. Variações líquidas negativas dos fatores autônomos, por seu turno, contraem as reservas bancárias e exercem forte pressão altista, podendo levar a taxa do interbancário a níveis muito acima da *policy rate*.

A enorme volatilidade *potencial* dos juros do interbancário resulta da combinação entre a intensidade dos choques autônomos e a baixíssima elasticidade-juros da demanda dos bancos por reservas.<sup>25</sup> As OPMs procuram compensar o efeito das variações autônomas sobre as reservas bancárias, evitando que produzam uma volatilidade indesejável – porque poderia se transmitir a outras taxas de juros e a decisões dos agentes – no mercado interbancário. Isso requer, basicamente, que a expressão *ex ante* (4) transforme-se em:

$$\Delta FA = \Delta R = \Delta R^D + \Delta OPM. \quad (6)$$

Curiosamente, não parecem raros os exemplos de países cujo sistema bancário, sistemática ou estruturalmente, durante longos períodos, ou regurgita liquidez (a qual é devidamente absorvida pelo Banco Central), ou, pelo contrário, fica por ela sedento, recebendo da autoridade monetária suprimentos frequentes. Essa persistência dos fluxos líquidos, como se verá, tem efeitos óbvios e importantes sobre as posições líquidas de estoque do Banco Central e do sistema bancário.<sup>26</sup>

---

24. No qual, em essência, o aumento do volume de empréstimos depende da demanda dos agentes *creditworthy* por crédito, e não da existência de reservas excedentes.

25. A *demand* dos bancos por reservas pode ser decomposta em duas partes: a primeira é determinada pela política de depósitos compulsórios do Banco Central (que, porém, pode se abster de utilizar o instrumento); a segunda corresponde à demanda voluntária por reservas (*working balances*), que depende, em tempos normais, de fatores de corte estrutural – como as características das *standing facilities* e a eficiência e a confiabilidade do sistema de pagamentos (Borio, 2001; Bindseil *et al.*, 2004). Em um contexto de aumento da incerteza – e, *a fortiori*, de crise financeira aberta –, esta última parte da demanda pode aumentar de forma significativa, constituindo-se em um importante fator *autônomo* de alteração da liquidez. Agénor e El Aynaoui (2008, p. 3) tratam do “excesso de liquidez” como “acumulação *involuntária* de reservas pelos bancos comerciais”.

26. No Brasil, por exemplo, os dados da *Nota Econômico-Financeira para a Imprensa – Mercado Aberto* revelam que, ao menos de 2004 a abril de 2015, as operações de mercado aberto *doadoras* de liquidez, como aferidas no último dia de cada mês, são tão raras quanto desimportantes do ponto de vista quantitativo.

No quadro 1B, sobre as OPMs, destacam-se, pelo lado do ativo e do passivo, os principais instrumentos utilizados para o *fine tuning* da liquidez bancária. O corte fundamental é o que separa as operações de mercado aberto das *standing facilities*. De um lado, estão as operações conduzidas pelo Banco Central e com as quais este se dispõe a transacionar com qualquer instituição com acesso ao mercado aberto (constituído pelo conjunto – em geral, restrito – de instituições financeiras credenciadas).<sup>27</sup> De outro, as operações que, segundo termos previamente estabelecidos, estão sempre – daí serem *standing* (permanentes ou contínuas) – à disposição das instituições financeiras autorizadas, que a elas recorrem por iniciativa própria.

Na descrição que ainda hoje predomina nos manuais, o exercício da política monetária se dá fundamentalmente por meio de operações de mercado aberto do tipo I: a liquidez é absorvida mediante a emissão e a colocação definitiva (*outright*) no mercado aberto de títulos do próprio Banco Central. Por estas operações, os compradores transferem a ele reservas bancárias e meio circulante, que são “esterilizados” ou “destruídos”. Com isso, altera-se a composição do portfólio do Banco Central, mas não o seu tamanho. Alternativamente, no caso de o Banco Central não emitir títulos próprios, como o brasileiro, a absorção de liquidez pode se dar por meio da venda definitiva de ativos financeiros, contraindo o ativo e o passivo da instituição. No caso oposto, o Banco Central cria liquidez por meio de compras definitivas de ativos financeiros elegíveis, que em muitos países restringem-se, ao menos em condições normais, a títulos públicos.<sup>28</sup> Ao adquirir títulos, o Banco Central expande simultaneamente seu ativo e seu passivo (na forma de um aumento no valor das reservas bancárias ou do meio circulante).

---

27. As operações de mercado aberto, embora em geral assumam a forma de leilões, com participação de todas as instituições financeiras credenciadas, podem também ser negociadas de forma bilateral.

28. Uma exceção notável é a do Banco Central Europeu (BCE), que, segundo Bindseil (2014, p. 115), é “obrigado a não tratar os emissores do setor público de forma mais favorável do que os emissores privados”, devendo, por conseguinte, aceitar “um espectro amplo de ativos, não apenas em sua capacidade como empregador em última instância, mas também na implementação da política monetária”.

No mundo contemporâneo, porém, predominam as operações compromissadas, de tipo II.<sup>29</sup> A liquidez é absorvida por meio de operações de recompra (*repurchase agreements*) e criada por meio de operações de revenda (*reverse repos*). Recompras e vendas são empréstimos realizados mediante a cessão temporária ao credor de uma garantia – o ativo colateral, que é frequentemente um título público.<sup>30</sup> Assim, ela é absorvida quando o Banco Central “vende” títulos financeiros ao mercado, ao mesmo tempo que se compromete a comprar de volta dos compradores (credores),<sup>31</sup> segundo termos preestabelecidos (relativos aos juros e ao prazo da operação), os mesmos ativos.<sup>32</sup> A criação de liquidez, por sua vez, ocorre quando a instituição financeira “vende” ao Banco Central ativos financeiros, garantindo ao comprador o direito de revenda futura.

De volta aos manuais, constata-se que em muitos deles a única *standing facility* referida é aquela por meio da qual o Banco Central injeta liquidez: a *borrowing* (do ponto de vista dos bancos) *facility*. Esta é também impropriamente conhecida como janela de redesconto, justamente porque o redesconto – vale dizer, a aquisição definitiva, com deságio, de um ativo por parte do Banco Central – é apenas um dos dois modos básicos do

---

29. Segundo Bindseil (2004), as operações de mercado aberto foram introduzidas por bancos centrais dos países desenvolvidos após um longo período inicial de predomínio das *standing facilities* como instrumento central da política monetária. Elas inicialmente tomaram a forma de operações definitivas e não de operações de crédito, assim permanecendo até os anos 1960. Esse fato, juntamente com a maior complexidade das operações compromissadas, pode talvez explicar o porquê de as operações definitivas serem até hoje descritas como instrumento básico da política monetária.

30. Segundo Bindseil (2014, p. 41), muitos bancos centrais estabelecem como *policy rate* a taxa de juros para empréstimos não colateralizados no mercado interbancário.

31. As operações de recompra executadas pelo Banco Central, do ponto de vista das instituições financeiras, são operações de revenda, uma vez que estas lhes garantem o direito de devolver o colateral à autoridade monetária. Assim, não se deve estranhar a oscilação da terminologia: aquilo que o BCB denomina acordos de recompra ou *repos* pode ser tratado como *reverse repos* por outras instituições (como no caso do FED).

32. No Brasil, desde pelo menos 2002, a operacionalização da política monetária acontece fundamentalmente pela realização de operações de recompra. As operações de revenda, quando ocorrem, são de curto prazo, sendo rapidamente revertidas (além de serem muito inferiores às operações de recompra). As operações definitivas de compra ou venda são raras e irrelevantes.

arranjo. No outro, que hoje predomina,<sup>33</sup> o Banco Central faz empréstimos colateralizados, ditos lombardos, como nas operações compromissadas de mercado aberto.<sup>34</sup>

A *deposit* ou *lending facility*, que opera pelo lado do passivo, oferece aos bancos com excessos de reservas a possibilidade de transferi-los a uma conta remunerada do Banco Central, que neste caso é quem os “toma emprestado”, mas não porque deles precise para financiar suas operações, obviamente. É fácil explicar a frequente omissão das *deposit facilities* nos manuais: sua disseminação ainda em curso é muito mais recente (Bindseil, 2014, p. 72).

Mercado aberto e janela de “redesconto” formam, com os depósitos compulsórios,<sup>35</sup> a tríade básica de instrumentos de política monetária. Eles são empregados de diferentes formas pela maior parte dos bancos centrais. Embora sejam três os instrumentos, segundo Bindseil (2004, p. 85-86), é possível caracterizar somente duas abordagens extremas.

Na abordagem “pura” de mercado aberto, é nele, e apenas nele, que se dá a determinação das taxas de mercado. A taxa da janela de redesconto, fixada em nível significativamente superior à almejada (explícita ou implicitamente) pelo Banco Central, tem caráter eminentemente punitivo, onerando os bancos com custos financeiros e reputacionais.<sup>36</sup> De fato, arranjos institucionais desse tipo parecem ter

33. A preferência dos bancos centrais pelos empréstimos desenvolveu-se nos anos 1950, em parte como consequência (segundo Bindseil, 2014, p. 71) do aumento das dívidas públicas durante a Segunda Guerra Mundial, o que criou um amplo estoque de colaterais de qualidade. É importante não esquecer, porém, que até o início do século XX as operações de redesconto, em países como Inglaterra ou Alemanha, diziam respeito fundamentalmente a títulos privados.

34. Tanto no caso das compras *outright* quanto no do redesconto, a injeção de liquidez implica a absorção pelo Banco Central de ativos com características diversas (entre as quais, seus prazos de vencimento). Os empréstimos colateralizados (via mercado aberto ou lombardos) conduzem a operações mais simples e homogêneas. As aquisições de ativos tendem a ser mais utilizadas para produzir alterações persistentes (estruturais) na liquidez do sistema bancário, cabendo aos empréstimos maior importância no *fine tuning* do mercado (Bindseil, 2014, p. 87). Ademais, segundo Bindseil (2004, p. 251), as operações compromissadas não afetam os mercados dos ativos usados como colaterais e liberam o Banco Central “de ter de pensar o tempo todo em que papel comprar ou vender”.

35. Os depósitos compulsórios, hoje em dia, além de mais baixos (o Brasil, claro, é uma exceção notável) ou mesmo nulos, tendem a ser usados de forma menos ativa pelos bancos centrais. Talvez seja possível dizer que, para certos fins – como o amortecimento das oscilações da taxa do interbancário –, o simples fato de estes existirem seja mais importante que suas características específicas (como a base sobre a qual são calculados e o valor das taxas de recolhimento). Ver capítulo 6 de Bindseil (2004).

36. Esta é, aliás, a representação típica dos manuais, que parece refletir a experiência norte-americana, na qual o recurso à janela de redesconto era visto como indício de problemas graves em um banco (o que, por sinal, ajuda a explicar por que a taxa de redesconto nos Estados Unidos podia ser mantida abaixo da taxa de mercado aberto, sem que os bancos a ela recorressem com frequência).

ensejado a confusão criticada por Bindseil (2014, p. 70) entre a janela de redesconto (originalmente um mecanismo normal de provisão de liquidez) e a assistência emergencial a bancos individuais (*emergency liquidity assistance*) – que pode ser considerada uma das dimensões da atuação do Banco Central como prestador em última instância.

Na abordagem “pura” de mercado aberto, a volatilidade das taxas de mercado poderá ser elevada. Na ausência de uma *deposit facility* e com uma janela de redesconto pouco acessível, estas podem oscilar entre zero e níveis muito superiores aos do teto supostamente estabelecido pela *borrowing facility*. A precisão com que o Banco Central fará valer a *policy rate* dependerá de sua capacidade de prever e neutralizar os choques nos fatores autônomos, bem como do formato de muitos outros detalhes institucionais, como: a frequência de suas intervenções no mercado aberto; a natureza dos leilões (nos quais os juros podem ser preestabelecidos pelo Banco Central ou definidos pelas ofertas das instituições financeiras); e a existência de depósitos compulsórios.<sup>37</sup>

A abordagem das *standing facilities* comporta duas variantes básicas.

Na primeira delas, o Banco Central implanta um corredor simétrico, que terá em seu centro a *policy rate* e, como piso e teto, respectivamente, as taxas de juros da *deposit facility* e da janela de liquidez.<sup>38</sup> Intervenções do Banco Central no mercado aberto procurarão compensar os choques autônomos, aumentando a probabilidade de que as taxas no interbancário mantenham-se próximas da meta. Nesse arranjo, a *mudança* da *policy rate* ocorre, simplesmente, por meio da alteração simultânea do teto e do piso do corredor.<sup>39</sup> Quanto mais estreito for este último, menor a volatilidade das taxas de mercado. Nenhum banco necessitado de liquidez pagará taxa superior à da janela de redesconto. Nenhum banco com reservas excedentes fará empréstimos no interbancário a uma taxa inferior à da *deposit facility*. No limite, o Banco Central poderia determinar

---

37. Durante décadas, mesmo realizando três leilões diários, a precisão com que o Banco da Inglaterra fazia valer a *policy rate* era das mais baixas entre os bancos centrais dos países desenvolvidos, inclusive mais baixa que a da obtida pelo BCE, que realizava leilões semanais. Para Bindseil (2004), isso se devia à ausência de depósitos compulsórios no Reino Unido. Estes depósitos operam como uma fonte de recursos para as operações entre os bancos, amortecendo as flutuações dos juros.

38. Segundo Bindseil (2011), o Banco do Canadá foi o primeiro a introduzir o sistema. O corredor simétrico foi depois adotado por outros bancos, como os da Austrália e da Nova Zelândia, bem como pelo Banco da Inglaterra e pelo BCE (até a crise de 2007).

39. Ao passo que, conforme Bindseil (2004), no arranjo puro de mercado aberto, operações de mercado aberto podem ser necessárias, uma vez que a alteração da *policy rate* modifica a sua posição no corredor entre o piso e o teto das taxas de mercado. Entretanto, Disyatat (2008) é enfático ao relatar a experiência de vários bancos centrais, que, segundo ele, influenciam a taxa do interbancário mais pelo anúncio de suas intenções que por operações de mercado aberto.

um corredor de largura igual a zero, impondo de forma categórica a *policy rate* como a taxa de mercado.<sup>40</sup>

Na variante unidirecional (“*one-directional standing facility-based monetary policy implementation*”, segundo Bindseil, 2014, p. 51), o Banco Central conduz o sistema bancário a uma situação em que este precisa recorrer sistematicamente a *uma* das duas *standing facilities*, cuja taxa de juros passa a ser a *policy rate*.

Curiosamente, a variante unidirecional conecta o passado remoto ao presente. Ela corresponde, de um lado, ao formato “clássico” da política monetária, como praticada por vários dos primeiros bancos centrais (como os do Reino Unido e da Alemanha), numa época em que as operações de mercado aberto não haviam sido introduzidas, ou só eram praticadas de forma episódica. E de outro, à política monetária adotada em vários países centrais, como Estados Unidos, Reino Unido e Japão, numa reação à crise financeira iniciada em 2007. A diferença é que, enquanto o Banco Central “clássico” zela para que o sistema bancário recorrentemente sofra um *deficit* de liquidez,<sup>41</sup> a crise financeira recente ensejou a estratégia oposta, pela qual os bancos centrais inundaram o sistema bancário de liquidez. A propósito, Bindseil (2014, p. 141, tradução nossa) ressalta que a abordagem unidirecional:

não precisa necessariamente conduzir a uma intermediação excessiva pelo Banco Central, desde que a dependência estrutural do sistema bancário em relação ao Banco Central não seja demasiadamente grande (e que não se adote a abordagem de um corredor de *standing facilities* de largura zero).<sup>42</sup>

40. Isso implicaria, entretanto, o desaparecimento do mercado interbancário. A possibilidade de que a atuação do Banco Central e a natureza do arranjo institucional tenham um efeito de *crowding-out* sobre o mercado interbancário é discutida pela literatura. São dois os argumentos favoráveis à preservação de um interbancário de porte significativo: *i*) na ausência do interbancário, o portfólio do Banco Central passa a oscilar de forma ainda mais intensa; o Banco Central assume em lugar dos bancos, mas sem sua *expertise*, a responsabilidade de analisar o risco associado aos instrumentos financeiros; e *ii*) o funcionamento do mercado interbancário produz informações importantes para a definição dos rumos da política monetária, bem como incentivos para o monitoramento recíproco dos bancos comerciais. Ver, por exemplo, Bindseil (2011); Bindseil e Jablecki (2011).

41. A manutenção do sistema bancário em persistente *deficit* de liquidez foi durante muito tempo vista como a *best practice* (Bindseil, 2004, p. 49).

42. No original: “*does not necessarily have to lead to excessive central bank intermediation provided the structural dependence of the banking system on the central bank is not too large (and this approach is not to be confounded with a zero-width standing facilities corridor approach)*”.

É interessante aprofundar a análise dessa dependência “estrutural”. Suponha-se que, ao longo do tempo, acumulem-se variações positivas dos fatores autônomos, acompanhadas de OPMs de absorção de liquidez. O sistema bancário acabará por constituir, numa definição agora baseada em estoques, uma posição de liquidez positiva (Bindseil, 2004) ou de *superavit (surplus)* estrutural de liquidez (Gray, 2006). Vale dizer, ele terá, em relação ao Banco Central, uma posição ativa líquida, podendo hipoteticamente reverter rapidamente em reservas bancárias seus “empréstimos” ao Banco Central – feitos via operações compromissadas – ou seus depósitos na instituição – no caso de uma *deposit facility*. Do ponto de vista do balanço do Banco Central, a implicação é dada pela equação (7), na qual, como antes, o saldo das OPMs é medido pelo lado do passivo:

$$FA - R = OPM > 0. \quad (7)$$

Conforme Gray (2006), essa configuração (quadro 2) resulta de um balanço do Banco Central *asset-driven*: a expansão dos ativos alimenta continuamente a das reservas, que são eliminadas por operações *passivas* de política monetária, as quais terminarão por superar o valor das operações ativas remanescentes, criadoras de liquidez.

QUADRO 2  
**Balanço simplificado do Banco Central**  
 2A – Fatores autônomos

Ativo	Passivo
Criação de liquidez	Absorção de liquidez
Fatores autônomos líquidos	–

2B – OPMs

Ativo	Passivo
Criação de liquidez	Absorção de liquidez
–	Operações líquidas de política monetária
–	Reservas bancárias (compulsórias ou não)

Fonte: Bindseil (2004, p. 48).  
 Elaborado pelo autor.

Se, pelo contrário, sucederem-se choques autônomos negativos, o sistema bancário tenderá a uma posição de liquidez negativa, na qual, em contrapartida, o estoque de operações ativas de política monetária superará o das operações passivas.

Dada a opção contábil aqui, em que o cálculo do valor líquido subtrai das operações de absorção de liquidez as operações de injeção, a variável OPM terá valor negativo:

$$FA - R = OPM < 0. \quad (8)$$

Neste caso, o balanço do Banco Central é *liability-driven*: há uma demanda recorrente por passivos do Banco Central, que suscitará operações *ativas* (supridoras de liquidez) de política monetária.

Parece preferível para os bancos centrais e para os mercados que a natureza (escassez ou excesso de reservas) dos desequilíbrios seja relativamente persistente (Bindseil, 2014, p. 104). Desta forma, o desequilíbrio será eliminado por meio do recurso a procedimentos estáveis – de injeção ou absorção de liquidez. Este tem sido o caso do Brasil, como mencionado anteriormente.

Vale ressaltar que a conformação de um balanço *asset* ou *liability-driven* – que resulta da interação entre os choques de liquidez dominantes e a própria ação do Banco Central – não exclui a possibilidade de episódicas sessões de mercado em que, para o conjunto dos bancos, há respectivamente carência ou excesso de liquidez (por exemplo, devido a uma mudança no calendário da arrecadação tributária ou do gasto público).<sup>43</sup>

É importante ressaltar ainda que a persistência de uma posição (estoque) de liquidez positiva ou negativa independe da adoção da estratégia unidirecional pelo Banco Central. A persistência é inteiramente compatível com abordagens baseadas em outras combinações entre o recurso ao mercado aberto e as *standing facilities* –

43. Como tampouco exclui a hipótese de que, em um sistema bancário que opera em *superavit* estrutural de liquidez, um banco individual necessite recorrer aos empréstimos emergenciais do Banco Central.

até porque, conforme as especificações precisas da abordagem de mercado aberto, sua distância em relação à abordagem das *standing facilities* torna-se cada vez menor.<sup>44,45</sup>

Numa economia em expansão, tenderão a aumentar a demanda por moeda sonante e o volume de empréstimos. Ambos os fatores elevarão a demanda dos bancos por reservas. Ao compensar os eventuais choques autônomos *positivos* via operações de mercado aberto, o Banco Central poderá manter com facilidade o sistema bancário na dependência do recurso a operações criadoras de liquidez. Estas podem combinar de múltiplas formas a janela de redesconto e as operações de mercado aberto (*outright* ou de crédito), conforme o arranjo institucional.

Como mencionado anteriormente, este parece ter sido o modo mais tradicional de operação do sistema bancário, manifestando, para além de uma opção pela estabilidade, a preferência dos bancos centrais por administrar liquidez em lugar de absorvê-la. Entretanto, segundo Bindseil (2014, p. 28-29, tradução nossa):

interessantemente, a maioria dos sistemas bancários hoje no mundo retém mais depósitos junto ao Banco Central do que o necessário para atender às exigências de reservas, mesmo sem recorrer às operações de crédito do Banco Central no mercado aberto.<sup>46</sup>

---

44. O que, no entender de Bindseil (2004), ocorre na proporção em que o Banco Central aumenta a frequência das suas intervenções no mercado interbancário e dá segurança aos bancos (o que também depende da natureza dos leilões) com relação aos termos – preços e quantidades – segundo os quais suprirá ou absorverá liquidez.

45. Como referido antes, no Brasil, as operações compromissadas (passivas) são o principal instrumento de política monetária. É importante ter em mente, entretanto, que o BCB realiza operações compromissadas diariamente. Além disso, mantém uma *lending facility* que comporta várias modalidades. 1) O chamado “redesconto intradia”, sem custo para as instituições financeiras e de custo automático, num montante limitado apenas pelo total de títulos públicos na carteira do solicitante. Trata-se, portanto, de fato de uma operação compromissada. Segundo o BCB (2015, p. 11), “o regulamento do redesconto permite que as operações intradia pendentes de liquidação ao término do horário de funcionamento do Sistema de Transferência de Reservas (STR) sejam convertidas automaticamente em operações de um dia útil à taxa composta pela taxa Selic + 1% a.a.”. 2) O redesconto de um dia útil, que também toma a forma de uma operação compromissada, ao mesmo custo da operação intradia estendida. Há ainda três outras possibilidades com prazos maiores, mas de natureza um tanto distinta, que serão referidas posteriormente. Aqui, importa ressaltar que, segundo *survey* do BIS (2009b, p. 9), o redesconto *overnight* “é raramente empregado”; e as operações ainda mais longas, implementadas em 2002, nunca haviam sido usadas até aquele momento. É interessante ressaltar, ainda, que, embora a existência de uma *deposit facility* não seja referida na “cartilha” do BCB, ela aparece no texto do BIS. Segundo Sales e Tamnuri-Piano (2007, p. 17), que analisam o período 1994-2004, o BCB de fato ofereceu a possibilidade de depósitos voluntários aos bancos com reservas excedentes no fim do dia com uma remuneração inferior à Selic. Segundo o BIS, o corredor estabelecido pelas duas *facilities* seria de mais ou menos 80 pontos-base. BCB (2015, p. 23) menciona ainda a existência de operações de “nivelamento da liquidez bancária”, com o objetivo de realizar no fim do dia o “ajuste fino das reservas”. Não fica claro se a definição de nivelamento abrangeria todo o conjunto de operações das *lending* e *deposit facilities*.

46. No original: “*interestingly, the majority of banking systems of the world are currently in a situation in which they hold more deposits with the central bank than are needed to fulfill reserve requirements despite the fact that they do not take recourse to central bank credit open market operations.*”

Nos textos publicados antes da crise financeira de 2007, o excesso estrutural de liquidez tinha endereço e explicação precisos e particulares. Tratava-se de um fenômeno típico de economias em desenvolvimento ou, ainda, de economias em guerra e em transição (Ganley, 2003). Nestas economias, balanços *asset-driven* resultam da aquisição pelo Banco Central de ativos financeiros internos (quando o Banco financia diretamente o gasto público) ou externos (quando o Banco adquire reservas internacionais). A segunda possibilidade parece corresponder, ao menos em parte, ao caso do Brasil, onde a posição de estoque de liquidez do sistema bancário tem sido persistentemente positiva. Como mencionado, no país, a eliminação das reservas excedentes se dá<sup>47</sup> predominantemente via operações de mercado aberto, em que o Banco Central absorve a liquidez por meio de *repos*.

Pós-crise, os bancos centrais dos países que adotaram o chamado *quantitative easing* definiram um conjunto de políticas – entre as quais, obviamente, maciças compras *outright* de ativos – que levaram seus sistemas bancários a um tipo diferente de excesso de reservas. No FED, no Banco da Inglaterra e no BCE, como antes da crise, o saldo líquido dos fatores autônomos absorve liquidez, enquanto o das OPMs representa injeção de reservas bancárias. Entretanto, o *quantitative easing* levou a um montante muito superior às reservas compulsórias. Estas reservas excedentes passaram a ser remuneradas, mesmo quando não explicitamente alocadas em *deposit facilities*, como as providas pelo BCE.

Deixando de lado possíveis e polêmicos efeitos sobre a confiança e os *spreads*,<sup>48</sup> as principais consequências dessa política parecem ter sido a mudança da composição do portfólio do sistema bancário – que cedeu ativos menos líquidos em troca de reservas remuneradas pelo Banco Central –<sup>49</sup> e a enorme expansão do portfólio dos bancos centrais.

A menção à crise é providencial. A intenção deste item foi apenas introduzir conceitos básicos e apresentar sumariamente as implicações de determinadas formas

47. Isso sem considerar a contribuição das elevadas reservas compulsórias, parte das quais é remunerada.

48. Bem como uma discussão mais profunda sobre a *rationale* dessas políticas, que em *alguns casos* parecem ter tentado resuscitar a noção do multiplicador bancário – ao menos no discurso da autoridade monetária.

49. Sobre o complexo arranjo brasileiro para os depósitos compulsórios, ver Cavalcanti e Vonbun (2013). Uma descrição sucinta, já desatualizada, mas esclarecedora, pode ser encontrada em BIS (2009b, p. 8).

de implementação da política monetária para o balanço do Banco Central. Somente algumas entre muitas especificações dos instrumentos de política monetária foram aqui mencionadas. Vale ressaltar duas outras limitações importantes. De um lado, a análise em geral tratou da relação entre o Banco Central e o sistema bancário como um todo, deixando em segundo plano o importante tema do relacionamento entre os bancos. De outro, não discutiui – nem irá além de uma breve menção nos próximos parágrafos – o modo como as crises financeiras repercutem no balanço do Banco Central, ao mesmo tempo que conduzem a mudanças nas especificações dos instrumentos ou à ativação de outros instrumentos.

Em outros termos, a crise financeira acrescenta, ao exercício das funções ordinárias de política monetária do Banco Central, sua atuação como prestador em última instância.

Em situações de aumento da incerteza – para não falar de crise financeira aberta –, o mercado interbancário entre outros mercados financeiros tende a travar: nestas condições os bancos podem aumentar de forma significativa sua demanda por reservas voluntárias. Com reservas excedentes, eles temem emprestá-las aos bancos com *deficit* de liquidez. Em alguns casos, corridas bancárias nas quais agentes não bancários convertem depósitos em papel-moeda promovem queda na liquidez do sistema dos bancos como um todo. Em ambas as situações, o Banco Central é compelido a alterar suas práticas. O congelamento do mercado interbancário exige que este multiplique suas operações de política monetária, ativas e passivas, recolhendo liquidez da fração superavitária do sistema e, talvez em maior proporção, cedendo liquidez aos bancos em *deficit*. A necessidade de injetar liquidez aumenta ainda mais no caso de corridas bancárias.

O exercício do papel de prestador em última instância é definido exatamente pelo alargamento, em caráter excepcional, das operações do Banco Central. A injeção de liquidez pode esbarrar, por exemplo, na escassez de colaterais, uma vez que o sistema bancário já tenha utilizado, como garantia dos empréstimos, todo seu estoque de títulos públicos. Há várias respostas possíveis: *i*) o alargamento do rol de ativos elegíveis; *ii*) a realização de empréstimos não colateralizados; *iii*) a ativação de uma política de compras *outright*; *iv*) a ampliação do número e do tipo de instituições financeiras com as quais o Banco Central estabelece relações diretas; *v*) o estabelecimento ou a ampliação da cobertura de seguros cobrindo os depósitos ou o mercado interbancário; e *vi*) a

mudança da mecânica dos leilões, com a adoção do “*fixed-rate full allotment procedure*”, que elimina a concorrência entre os bancos pelos recursos, e garante o acesso ilimitado a reservas à taxa fixada pelo Banco Central (Bindseil, 2014, p. 242).<sup>50,51</sup>

## 4 DOS ESTOQUES AOS FLUXOS: O RESULTADO DO BANCO CENTRAL

Para qualquer agente ou setor institucional, é possível traçar no início de um período contábil uma conexão entre o valor e a composição de seu estoque de riqueza (em ativos e passivos), de um lado; e os fluxos de receita e despesa ao longo do período, dos quais resultará o novo balanço de fim de período, de outro. Parece razoável presumir que esta conexão seja particularmente forte no caso do Banco Central, que em condições normais adquire (contra a emissão de passivos gratuitos) ativos de alta qualidade e com remuneração contratual (como títulos públicos), e faz empréstimos com valor frequentemente inferior ao dos colaterais cuja custódia assume – isto se ocorrer o chamado *haircut*.

50. Para Bindseil (2014, p. 243), é importante separar a atuação do Banco Central como emprestador em última instância quando dirigida ao sistema bancário ou a bancos individuais. A assistência individual (“*emergency liquidity assistance*”) é por ele definida como a “*provision of special central bank credit to a single bank at a higher interest rate against collateral that is normally not eligible, and often against a Government guarantee protecting the central bank’s exposure*”.

51. Em BCB (2015, p. 10-13), porém, a distinção sugerida por Bindseil não é obedecida. As operações de redesconto são tratadas simultaneamente como “operações de assistência financeira de liquidez” e como o exercício, pelo banco, de sua função básica de “prestamista em última instância”. Pouco depois, afirma que, nessa última função, o banco atua para revolver “problemas de liquidez de instituições específicas” (grifo nosso), embora, linhas abaixo, explique que a dificuldade dessas instituições de obter financiamento no interbancário resulta de estarem ilíquidas ou insolventes. Tomando por base a classificação de Bindseil, talvez seja possível reorganizar as operações de redesconto do BCB da seguinte forma. 1) São operações regulares da *lending facility* do BCB as operações intradia e de um dia útil. 2) O BCB oferece, porém, operações compromissadas ou “de redesconto”, em sua definição particular, especificada da seguinte forma: a) de até quinze dias úteis, para instituições que enfrentam “descasamento de curto prazo no fluxo de caixa”; b) de até noventa dias corridos (renováveis até 180 dias corridos), “para viabilizar ajuste patrimonial de instituição financeira com desequilíbrio estrutural”. Ambas as modalidades oferecem recursos mais caros (Selic mais 2% a.a), ministrados de forma discricionária (sob contrato). Parece razoável entendê-las como operações de assistência individual e emergencial. 3) Em 2008, o BCB instituiu um mecanismo adicional – o “redesconto para situações especiais” – “com o propósito específico de preservar a liquidez geral do Sistema Financeiro Nacional (SFN)” (BCB, 2015, grifo nosso). Além do prazo maior (até 359 dias corridos), prevê-se o uso de “condições especiais de avaliação e aceitação de ativos” – o que sugere tratar-se de uma operação típica de (nos termos de Bindseil) emprestador em última instância. Uma dificuldade semântica adicional deriva do fato de que o BCB divide as operações de assistência financeira de liquidez em operações compromissadas (de “compra com compromisso de revenda”) e “operações de redesconto” (segundo o Banco, praticamente em desuso) que, porém, parecem ser, de fato, também empréstimos colateralizados, com a diferença de que, nesse caso, o “lastro” dos empréstimos de liquidez consiste em títulos de clientes previamente descontados pelos bancos.

A conexão é tanto mais forte – e a lucratividade tanto mais certa – quanto mais “esbelto” (*lean*) for o balanço do Banco Central. Nagel (2012) do Bundesbank coloca a questão do seguinte modo:

tempos extraordinários requerem medidas extraordinárias. Infelizmente, balanços avantajados em geral implicam riscos financeiros maiores. Essa é a razão pela qual – sob condições econômicas normais – os bancos centrais almejam balanços mais esbeltos (tradução nossa).<sup>52</sup>

O índice de esbeltez (*leanness*) utilizado por Bindseil (2004, p. 49; 2014, p. 30)<sup>53</sup> compara o valor do portfólio ao do meio circulante. Esbelto é o Banco Central, cujo índice é igual a 1. Ativos rentáveis (como títulos da dívida pública) no exato valor do passivo gratuito garantem resultado positivo e parecem evidenciar um Banco Central concentrado na prática ordinária da política monetária. Embora assumidamente o índice parta de um ideal inalcançável – até porque abstrai a existência das reservas bancárias e do capital do Banco Central –, a métrica sugerida permite avaliar o tamanho das atribuições dos bancos centrais. Nesse sentido, ela parece mais adequada que o cálculo tradicional da alavancagem, uma vez que o patrimônio líquido dos bancos centrais é uma variável de significado discutível.

As crises financeiras notoriamente impõem aos bancos centrais um regime acelerado de engorda. Em meados de 2007, os índices de esbeltez eram de 1,1 para o FED; 1,4 para o Eurosistema; e 2,0 para o Banco da Inglaterra. No início de 2013, o índice do FED atingiu 2,4; o do Eurosistema, 2,5; e o do Banco da Inglaterra, 6,8 (Bindseil, 2014, p. 33).

Os balanços patrimoniais dos bancos centrais de países em desenvolvimento tendem a ser naturalmente “encorpados”.<sup>54</sup> No passado, isso acontecia devido às funções de fomento e ao financiamento direto do Tesouro. No período mais recente – do qual

---

52. No original: “*extraordinary times call for extraordinary measures. Unfortunately, a larger balance sheet generally also bears greater financial risks. This is why — under normal economic conditions — central banks aim for lean balance sheets*”.

53. Também à página 30, o autor aprofunda as razões pelas quais um balanço esbelto é desejável e indica um Banco Central “focado no cerne de seu mandato”. Além disso, fala de “mercados financeiros em bom funcionamento, já que o Banco Central nem é usado como intermediário pelo sistema bancário, nem vê a necessidade de engajar-se em medidas especiais de crise, como programas de aquisição definitiva”.

54. Alguns exemplos para 2011, calculados com base nos números apresentados por Filardo e Yetman (2012, p. 63): China (4,7); Hong Kong (8,8); Índia (1,6); Coreia (8,5); e Cingapura (12,5).

certamente a crise asiática de 1997 é um marco crucial – a engorda<sup>55</sup> proveio da ingestão acelerada de ativos em moeda estrangeira. No caso brasileiro, o índice no último dia de 2003 era de 9,36; em 2007, de 6,35; e em 2014, de 9,77.

Nos bancos privados, a elevação da alavancagem tem por objetivo o aumento da taxa de lucros, algo que nem sempre é alcançado. A engorda dos balanços oficiais, por sua vez, responde a objetivos públicos e expõe o governo a riscos financeiros que a iniciativa privada dificilmente assumiria, ao menos de forma deliberada.<sup>56</sup>

Tome-se o caso dos bancos centrais com volumosas aplicações em moeda estrangeira.<sup>57</sup> Há o impacto sobre as receitas líquidas com juros da instituição.<sup>58</sup> O portfólio de ativos em moeda estrangeira do Banco Central tende a privilegiar a segurança em detrimento da rentabilidade. A aquisição das reservas, porém, como se viu, conduz o sistema bancário a uma situação de *superavit* estrutural de liquidez. A não ser no caso em que sua *policy rate* seja igual a zero, o Banco Central é obrigado a absorver esta liquidez. O custo poderá ser mitigado pela absorção por meio de recolhimentos compulsórios, os quais são às vezes remunerados.<sup>59</sup> De toda forma, operações custosas de política monetária tendem a ser inevitáveis. Vendas *outright* demandarão a emissão de títulos próprios, a venda de títulos do Tesouro que o Banco tenha em seu ativo ou seu uso em *repos* como colateral. O volume destes últimos tipos de operação encontra um limite no total de títulos que o Banco tem em seu portfólio. Por conseguinte, a manutenção da política pode exigir um arranjo institucional em que o Banco Central precise contar com “emissões diretas” por parte do Tesouro, tal como acontece no Brasil desde 2008. Trata-se da emissão e da transferência de títulos pelo Tesouro para o portfólio do Banco Central, que recebe, sem necessidade de contrapartida financeira,

55. Que pode ocorrer pelas mesmas razões também em bancos centrais de países desenvolvidos, como no caso notável da Suíça.

56. “Interest rate and exchange rate exposures are often much larger than would be contemplated by most types of commercial financial institution” (Archer e Moser-Boehm, 2013, p. 30).

57. Para um tratamento exaustivo dos vários tipos de exposição ao risco (de crédito, juros etc.) dos bancos centrais, ver Archer e Moser-Boehm (2013, p. 22-23).

58. A receita líquida de juros define (somado o reconhecimento – *accrual* – de “prêmios e descontos de ativos e passivos com passivos e ativos de juros fixos”, e deduzidos os custos operacionais) a receita operacional líquida dos bancos centrais (Archer e Moser-Boehm, 2013, p. 31).

59. Segundo Cavalcanti e Vonbun (2013, p. 23), “menos de 30% dos bancos centrais do mundo aplicam algum tipo de remuneração em seus sistemas. No Brasil, atualmente, os recolhimentos remunerados correspondem a cerca de 80% do total de recursos recolhidos”. Na ocasião, só não eram remunerados os recolhimentos correspondentes a depósitos à vista.

uma injeção de capital. Em todos estes casos, como possivelmente também no de uma *deposit facility*, as taxas de juros pagas pelo Banco Central ou pelo Tesouro tenderão a superar as obtidas no exterior.

Há, entretanto, o efeito das variações da taxa de câmbio. A valorização cambial provocada pelos próprios influxos de capital que alimentam a acumulação de reservas oficiais reduz o valor dos ativos externos em moeda nacional. E produz uma perda de capital que pode ter dimensões relevantes em bancos centrais nos quais muitas vezes o ativo líquido externo representa uma fração considerável do balanço – no Brasil, a razão passou de 0,12, em 2003, para 0,46, em 2014.

Como contabilizar perdas e ganhos de capital? Não há resposta óbvia. De fato, não pode haver resposta única: “*there is no dominant generally accepted accounting framework for central banks*” (Archer e Moser-Boehm, 2013, p. 27).

*Survey* realizado pelo BIS junto a dezesseis bancos centrais (Archer e Moser-Boehm, 2013, p. 26-27)<sup>60</sup> mostra que tão representativos quanto os dois *frameworks* plurilaterais existentes – e que, no entanto, são adotados de forma parcial ou idiossincrática por número importante dos países aderentes – são os padrões contábeis puramente nacionais. Por determinação do Conselho Monetário Nacional (CMN), o BCB passou a adotar desde 2005 os *international financial reporting standards* (IFRS), elaborados pelo Internacional Accounting Standards Board (Iasb).<sup>61</sup> Outro *framework* de uso difundido é o do European System of Central Banks (ESCB).

Constatam-se diferenças fundamentais entre os bancos centrais no tratamento contábil dispensado às várias categorias de ativos, principalmente. Estes tratamentos definem *se e como* variações no valor dos ativos são “reconhecidas” no balanço (estoques) e na demonstração do resultado (fluxo).

---

60. O *survey* incluiu o Fed, o BCE, os bancos centrais da Inglaterra, da Suíça e do Chile, além de outras doze instituições que preferiram manter secretas suas identidades.

61. Segundo a Demonstração Financeira de 2006, o BCB (por determinação do CMN) passou a adotar, a partir de 2005, os IFRS, elaborados pelo Iasb (BCB, 2006, p. 5). Entretanto, a Demonstração Financeira de 2002 relata que o Banco vinha “adaptando suas normas contábeis às melhores práticas internacionais” (BCB, 2002, p. 4).

Existem duas possibilidades básicas (Archer e Moser-Boehm, 2013, p. 28): o registro pelo custo amortizado; e o chamado valor justo (*fair value*).

No registro pelo custo amortizado – também denominado valor de face ou custo histórico –, os ativos entram no balanço com seu valor original, deduzidos os eventuais prêmios pagos ou os descontos recebidos. Alterações no valor de mercado (se é que este de fato existe) são desconsideradas.

No registro pelo valor justo, os ativos são reconhecidos pelo valor corrente no mercado relevante ou, na ausência deste, pelo valor calculado por modelos (internos ou externos ao banco).

Há aqui duas variantes: valor justo por meio do patrimônio (*fair value through equity*) e valor justo por meio do resultado (*fair value through Profit and Loss* – P&L).

No primeiro caso, somente ganhos ou perdas realizados ou já contabilizados por conta do regime de competência (*accruals*) são também incluídos no demonstrativo de lucros e perdas. Ganhos ou perdas não realizados pelo lado do ativo têm uma contrapartida de mesmo sinal em contas de revalorização (*financial buffers*) pelo lado do passivo, afetando o subconjunto capital e reservas. Neste caso – retomando-se o tema das reservas oficiais –, uma valorização cambial só será contabilizada como prejuízo abatendo-se o resultado do exercício na proporção da venda pelo Banco Central de ativos externos por moeda local.

No segundo caso, a variação do *fair value* é integralmente contabilizada no resultado do período.

A adoção de um ou outro método, assim como a natureza da exposição aos diversos tipos de risco<sup>62</sup> poderão ter implicações decisivas no cálculo do resultado do Banco Central. No caso da valorização cambial, as contas de um Banco Central podem atestar lucro, por conta de um resultado operacional líquido positivo ou – na

---

62. Basta pensar em bancos centrais que, adotando as mesmas práticas contábeis, tenham níveis diferentes de ativos líquidos em moeda estrangeira.

hipótese de que o valor justo das reservas seja calculado por meio do resultado – um prejuízo biliardário.<sup>63</sup>

Em um tempo em que a tônica é o esforço de identificação e propagação de *best practices*, é no mínimo significativo que pesquisadores do BIS (Archer e Moser-Boehm, 2013, p. 3), admitindo não existir um “*standard rulebook or practice for central bank financial management*”, recomendem aos bancos centrais considerar a ruptura (ainda que “parcial” e “transparente”) com os IFRS, no intuito de minimizar ruídos em sua comunicação com mercados pouco racionais ou razoáveis.

Às diferenças no modo de tratar os ativos e, às vezes, os passivos, somam-se, por fim,<sup>64</sup> as discrepâncias nos esquemas de distribuição e recapitalização.

A distribuição dos lucros do Banco Central ao Tesouro (ou, em casos mais raros, a outros acionistas) pode seguir regras preestabelecidas ou ser objeto de decisões *ad hoc* (por parte do Banco Central ou tomadas em conjunto com o Tesouro). Em alguns casos, as regras prescrevem metas para rubricas do subconjunto capital e reservas, incluindo os procedimentos de cálculo dos valores que, no caso de um exercício com resultados positivos, devem ser poupados. Curiosamente, esquemas assimétricos, em que o Banco Central deve transferir uma parte significativa ou mesmo a totalidade de seus lucros<sup>65</sup> ao Tesouro – sem que este tenha obrigações recíprocas em caso de prejuízo –, parecem ser comuns.<sup>66</sup> De fato, numa amostra de trinta países analisada por Archer e Moser-Boehm (2013, p. 39), apenas em dois deles as regras previam dividendos negativos ou, em caso de resultados negativos, a recapitalização do Banco Central por parte do Tesouro. Um terceiro exemplo – caso, como parece, o Brasil não tiver sido incluído na amostra – seria o do BCB. Desde 2008, com a introdução das operações de equalização cambial, o “resultado financeiro das operações com reservas cambiais” do Banco Central é

---

63. No Chile, mais de 90% dos ativos e 60% dos passivos eram contabilizados pelo valor justo *por meio do resultado* entre 2006 e 2010; no BCE, uma proporção menor do balanço era contabilizada pelo valor justo, sendo parte importante contabilizada pelo patrimônio; e no caso do FED, quase todo balanço era contabilizado pelo valor histórico (Archer e Moser-Boehm, 2013, p. 33).

64. Deixando de lado, porém, as iniciativas (muitas das quais recentes) de constituição, por bancos centrais, para fins de transferência de risco, de *special purpose vehicles*, que carregam títulos financeiros ou reservas oficiais.

65. Impedindo, porém, em alguns casos a distribuição de ganhos não realizados.

66. “*In many central bank cases, laws and practice provide only limited or no scope for the central bank to withhold surpluses even where equity is already negative*” (Archer e Moser-Boehm, 2013, p. 37).

compensado pelo Tesouro (se negativo) e é a ele transferido (se positivo) antes do cálculo do resultado do exercício – tema que será detalhado em outro texto.

## 5 CONCLUSÃO

A teoria econômica dominante e a institucionalidade contemporânea entronizaram o Banco Central como o protagonista da política macroeconômica, ao mesmo tempo que procuraram (nem sempre com êxito) soterrar, sob camadas sucessivas de argumentos, o protagonismo da política fiscal. Como resultado, o Banco Central tornou-se mais ilustre, mas não menos desconhecido. Há pouca clareza acerca da natureza do Banco Central e, por conseguinte, do significado de seu balanço e de seus resultados; de seu relacionamento com o Tesouro; dos múltiplos arranjos possíveis dos instrumentos de política monetária; e, finalmente, acerca dos próprios modos básicos (como supridor ou receptáculo de liquidez) de articulação com o sistema bancário. Este texto procurou consolidar contribuições recentes sobre o tema, na esperança de, com isso, facilitar a escolha das ferramentas necessárias à análise detalhada de casos específicos – como o do BCB.

## REFERÊNCIAS

- AAMODT, E.; TAFJORD, K. Structural liquidity. **Economic Commentaries**, n. 9, 2013.
- AGÉNOR, P. R.; EL AYNAOUI, K. **Excess liquidity, bank pricing rules, and monetary policy**. Columbia: CGBCR, Sept. 2008. (Discussion Paper Series, n. 105).
- ARCHER, D.; MOSER-BOEHM, P. Central bank finances. **BIS Papers**, n. 71, Apr. 2013. Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap71.pdf>>.
- BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Demonstrações financeiras 2002**. Brasília: BCB, 2002. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/inffina/be20021231/9completo.pdf>>.
- \_\_\_\_\_. **Demonstrações financeiras 2006**. Brasília: BCB, 2006. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/inffina/be200606/junho2006.pdf>>.
- \_\_\_\_\_. **Funções do Banco Central do Brasil** – com informações até março de 2015. Brasília: BCB, 2015. (Série PMF).
- BINDSEIL, U. **Monetary policy implementation: theory – past – present**. Oxford: Oxford University Press, 2004.

\_\_\_\_\_. **The optimal width of the central bank standing facilities corridor and banks' day-to-day liquidity management.** Washington: ECB, June 2011. (ECB Working Paper Series, n. 1350).

\_\_\_\_\_. **Monetary policy operations and the financial system.** Oxford: Oxford University Press, 2014.

BINDSEIL, U. *et al.* **Excess reserves and the implementation of monetary policy of the ECB.** Washington: ECB, May 2004. (ECB Working Paper Series, n. 361).

BINDSEIL, U.; JABLECKI, J. **A structural model of central bank operations and bank intermediation.** Washington: ECB, Mar. 2011. (ECB Working Paper Series, n. 1312).

BIS – BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. **Issues in the governance of central banks.** Basel: BIS; CBGG, May 2009a.

\_\_\_\_\_. **Monetary policy frameworks and central bank market operations.** Basel: BIS; MC Compendium, Mar. 2009b.

BORIO, C. **A hundred ways to skin a cat: comparing monetary policy operating procedures in the United States, Japan and the euro area.** Basel: BIS, 2001. (BIS Economic Papers, n. 9).

BRASIL. **Relacionamento entre autoridade fiscal e autoridade monetária: experiência internacional e o caso brasileiro.** Brasília: Tesouro Nacional, 2013.

CARUANA, J. Preface to Archer & Moser-Boehm. *In*: ARCHER, D.; MOSER-BOEHM, P. **Central bank finances.** Basel: BIS, Apr. 2013. (BIS Papers, n. 71).

CARVALHO JUNIOR, A. C. D. **Coordenação entre políticas fiscal, monetária e cambial: a sistemática de repasse de resultados entre o Bacen e o Tesouro Nacional.** Brasília: Finanças Públicas; XVI Prêmio Tesouro Nacional, 2011.

CAVALCANTI, M. A. F. H.; VONBUN, C. **Evolução da política do recolhimento compulsório no Brasil pós-real.** Brasília: Ipea, abr. 2013. (Texto para Discussão, n. 1826).

DISYATAT, P. **Monetary policy implementation: misconceptions and their consequences.** Basel: BIS, Dec. 2008. (BIS Working Papers).

FILARDO, A.; YETMAN, J. **The expansion of central bank balance sheets in emerging Asia: what are the risks?** Basel: BIS, June 2012. p. 47-63. (BIS Quarterly Review).

GANLEY, J. **Surplus liquidity: implications for central banks.** London: Bank of England, 2003. (Lecture Series, n. 3).

GOODHART, C. A. E. **The changing role of central banks.** Basel: BIS, Nov. 2010. (BIS Working Papers, n. 326).

GRAY, S. **Central bank management of surplus liquidity.** London: Bank of England, 2006. (Lecture Series, n. 6).

KEYNES, J. M. **A treatise on money**. London: Macmillan, 1971. (The Collected Writings of John Maynard Keynes, v. 5).

LAVOIE, M. The monetary and fiscal nexus of neo-chartalism: a friendly critique. **Journal of Economic Issues**, v. 47, n. 1, p. 1-31, Mar. 2013.

\_\_\_\_\_. **Post-Keynesian economics – new foundations**. Cheltenham: Elgar, 2014.

LEISTER, M. D.; LADEIRA DE MEDEIROS, O. **Relacionamento entre autoridade fiscal e autoridade monetária: a experiência internacional e o caso brasileiro**. Brasília: Tesouro Nacional, 2012. (Texto para Discussão, n. 13).

NAGEL, J. Understanding central bank balance sheets. Guest contribution by Dr. Joachim Nagel. **The International Economy Magazine**, n. 26, 31 Aug. 2012. Disponível em: <[https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Standardartikel/Press/Contributions/2012\\_08\\_31\\_nagel\\_ie.html](https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Standardartikel/Press/Contributions/2012_08_31_nagel_ie.html)>. Acesso em: 12 jun. 2015.

SALES, A. S.; TANNURI-PIANTO, M. **Identification of monetary policy shocks in the Brazilian market for bank reserves**. Brasília: BCB, dez. 2007. (Central Bank Working Paper Series, n. 154).

## EDITORIAL

### Coordenação

Cláudio Passos de Oliveira

### Supervisão

Andrea Bossle de Abreu

### Revisão

Camilla de Miranda Mariath Gomes

Carlos Eduardo Gonçalves de Melo

Elaine Oliveira Couto

Laura Vianna Vasconcellos

Luciana Bastos Dias

Luciana Nogueira Duarte

Bianca Ramos Fonseca de Sousa (estagiária)

Thais da Conceição Santos Alves (estagiária)

### Editoração

Aeromilson Mesquita

Aline Cristine Torres da Silva Martins

Carlos Henrique Santos Vianna

Glaucia Soares Nascimento (estagiária)

Vânia Guimarães Maciel (estagiária)

### Capa

Luís Cláudio Cardoso da Silva

### Projeto Gráfico

Renato Rodrigues Bueno

*The manuscripts in languages other than Portuguese published herein have not been proofread.*

### Livraria Ipea

SBS – Quadra 1 - Bloco J - Ed. BNDES, Térreo.

70076-900 – Brasília – DF

Fone: (61) 2026-5336

Correio eletrônico: [livraria@ipea.gov.br](mailto:livraria@ipea.gov.br)







### **Missão do Ipea**

Aprimorar as políticas públicas essenciais ao desenvolvimento brasileiro por meio da produção e disseminação de conhecimentos e da assessoria ao Estado nas suas decisões estratégicas.

