



Taxa de Juros Zero, Afrouxamento Quantitativo e Financiamento dos Gastos Extraordinários

Márcio G. P. Garcia

Professor Titular – Departamento de Economia - PUC-Rio

Membro do CA do Banrisul

Apresentação ao Santander

28 de julho de 2020

Agradeço a Cláudio dos Anjos e Ralph Rufino, por excelente assistência de pesquisa, bem como a Alice Drumond (Itaú BBA), Armínio Fraga (Gávea) e Ilan Goldfajn (CS) por dados e gráficos. Todos os erros são meus.

Plano de Vôo

- Recente História Monetária do Brasil
- O Caso Brasileiro: IT, Dívida e Esterilização
- Financiamento via Emissão Monetária e outras formas
- Resumo do Caso Brasileiro
- QE no Mundo
- O Brasil pode fazer QE?
- Piso de Juros?
- Conclusão

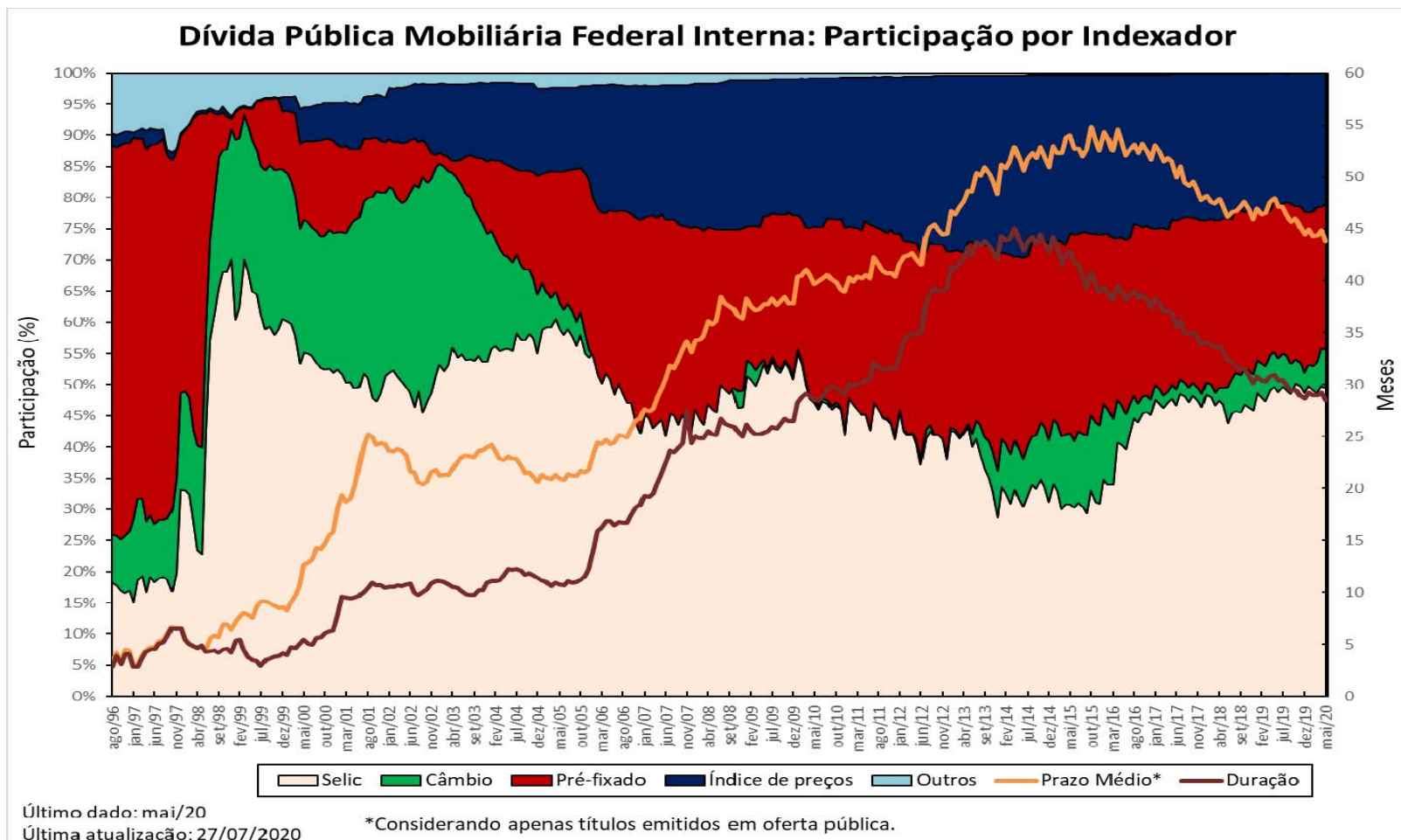
Recente História Monetária do Brasil

- Por ter desenvolvido um eficiente sistema de indexação à inflação passada, a moeda nacional continuou também a reter o principal papel como **reserva de valor**, através da moeda indexada.
- O funcionamento da moeda indexada “misturou” a poupança de longo prazo de famílias e firmas com a liquidez; tudo era líquido.
- Aplicações no overnight proviam liquidez diária com um juro real ex ante positivo.
- Esta é origem do “curtoprazismo” do nosso sistema financeiro.
- Até hoje grande parte dos fundos usam como benchmark o CDI, o que é uma jabuticaba!

O Título de Duração Zero e Compromissadas

- O mecanismo fundamental da provisão de liquidez aos ativos (títulos públicos) de médio e longo prazos é a compra desses ativos pelo BC, em momentos de necessidade de liquidez (com acordo de revenda).
- São as aplicações comprometidas de hoje em dia.
- As operações comprometidas podem ser vistas como simples operações expansionistas de mercado aberto, ou como QE, se forem muito grandes, como veremos a seguir.
- Outra forma para permitir o alongamento da dívida pública sob inflação muito alta (e muito variável) foi o título de duração zero, a LFT de hoje (LBC, criada em 1985 por ALR).
- Por ser indexada à taxa de juros diária, a LFT não tem risco de mercado, ou seja, não perde valor quando os juros sobem.
- Mas as LFTs têm risco de crédito.
- Apesar da estabilização inflacionária dos últimos 25 anos, as comprometidas e LFTs continuam sendo uma preferência nacional.

Estrutura da Dívida Pública: Viciados em Liquidez



O caso brasileiro – IT, Dívida e Esterilização

- O regime de metas para inflação funciona via uma regra de taxa de juros.
- Como ocorre na maior parte das situações (vamos ver uma grande exceção em breve), quando se controla preço (taxa de juros), se perde o controle sobre a quantidade de moeda.
- Assim, para obter a taxa Selic determinada pelo COPOM, o BC tem que conduzir operações de mercado aberto necessárias para tal fim: se a taxa Selic estiver acima da meta, o BC deve expandir a liquidez, desfazendo operações compromissadas, e vice-versa.

O caso brasileiro – IT, Dívida e Esterilização

- O Brasil tem uma peculiaridade (jabuticaba) quanto à relação entre o BC e o TN: a CUT está no passivo do BC.

ATIVO		PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO	
ATIVO EM MOEDAS ESTRANGEIRAS	<u>2.015.455.021</u>	PASSIVO EM MOEDAS ESTRANGEIRAS	<u>165.311.267</u>
Caixa e Equivalentes de Caixa	63.766.312	Operações Contratadas a Liquidar	21.511.933
Depósitos a Prazo em Instituições Financeiras	24.423.804	Compromisso de Recompra	55.814.426
Recursos sob Administração Externa	43.103.390	Derivativos	182.517
Compromisso de Revenda	62.793.080	Créditos a Pagar	24.188.755
Derivativos	27.080	Depósitos de Organismos Financeiros Internacionais	63.611.363
Títulos	1.713.305.734	Outros	2.273
Créditos a Receber	5.261.121		
Ouro Monetário	20.387.126		
Participação em Organismos Financeiros Internacionais	82.387.374		
ATIVO EM MOEDA LOCAL	<u>1.994.287.408</u>	PASSIVO EM MOEDA LOCAL	<u>2.856.383.333</u>
Caixa e Equivalentes de Caixa	11.002.609	Operações Contratadas a Liquidar	15.466
Derivativos	7.753.029	Depósitos de Instituições Financeiras	409.887.419
Títulos Públicos Federais	1.925.415.215	Compromisso de Recompra	1.309.526.016
Créditos com o Governo Federal	3.673	Derivativos	2.011.144
Créditos a Receber	47.231.883	Obrigações com o Governo Federal	1.081.793.938
Depósitos Judiciais	21.828	Créditos a Pagar	387.231
Bens Móveis e Imóveis	786.630	Depósitos de Organismos Financeiros Internacionais	18.276
Outros	2.072.541	Provisões	51.778.020
		Outros	965.823
		MEIO CIRCULANTE	<u>315.117.776</u>
		PATRIMÔNIO LÍQUIDO	<u>190.081.551</u>
		Patrimônio	139.675.451
		Reserva de Resultados	45.046.767
		Reserva de Reavaliação	350.551
		Ganhos (Perdas) Reconhecidos Diretamente no Patrimônio	5.008.782
		CONTAS DE RESULTADO	<u>482.848.502</u>
		Credoras	655.364.818
		(Devedoras)	(172.516.316)
TOTAL DO ATIVO	<u>4.009.742.429</u>	TOTAL DO PASSIVO E DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO	<u>4.009.742.429</u>

O caso brasileiro – IT, Dívida e Esterilização

- O Brasil tem uma peculiaridade (jabuticaba) quanto à relação entre o BC e o TN: a CUT está no passivo do BC.
- Ou seja, quando o TN faz pagamentos ao setor privado, o efeito é uma emissão monetária.
- A emissão monetária desencadeada pelo gasto do TN faz baixar o juro (Selic), o que obriga o BC a **esterilizar** tal efeito secundário.
- A **esterilização** do efeito monetário é feito lançando operações compromissadas para recolher a liquidez e manter a Selic na meta.
- Por isso é que “emitir dinheiro” para pagar as despesas com o combate à pandemia é algo incompatível com o sistema de metas para inflação (na verdade, com qualquer sistema que opere com regra de taxa de juros).

Financiamento via Emissão Monetária

- No Brasil, a “emissão monetária” para financiar despesas do TN seria feita via a venda de títulos públicos para o BC (o que é proibido pelo artigo 164 da Constituição, mas está previsto na EC 106, do “orçamento de guerra”).
- Vejamos tal operação no balanço estilizado do BC.

Balanço patrimonial do Banco Central - versão simplificada

ATIVO

Títulos públicos ou privados

Reservas internacionais

Crédito junto a bancos

Outros

PASSIVO

Papel moeda

Depósitos de bancos (comp. ou volunt.)

Compromissadas

Caixa do Tesouro Nacional

Outros

Patrimônio Líquido

Financiamento via Emissão Monetária

Passos do financiamento via “emissão monetária”:

1. O BC compra títulos públicos, aumentando a conta de ativo (Tit Pub) e de passivo (CTU).

Balanço patrimonial do Banco Central - versão simplificada

ATIVO	PASSIVO
Títulos públicos ou privados ¹	Papel moeda
Reservas internacionais	Depósitos de bancos (comp. ou volunt.)
Crédito junto a bancos	Compromissadas
Outros	Caixa do Tesouro Nacional ¹
	Outros
	Patrimônio Líquido

Fonte: Banco Central, Credit Suisse

Financiamento via Emissão Monetária

Passos do financiamento via “emissão monetária”:

1. O BC compra títulos públicos, aumentando a conta de ativo (Tit Pub) e de passivo (CTU).
2. O TN usa os recursos para custear seus gastos, creditando as contas reservas dos bancos.

Balanço patrimonial do Banco Central - versão simplificada

ATIVO	PASSIVO
Títulos públicos ou privados 	Papel moeda
Reservas internacionais	Depósitos de bancos (comp. ou volunt.) 
Crédito junto a bancos	Compromissadas
Outros	Caixa do Tesouro Nacional  
	Outros
	Patrimônio Líquido

Financiamento via Emissão Monetária

Passos do financiamento via “emissão monetária”:

1. O BC compra títulos públicos, aumentando a conta de ativo (Tit Pub) e de passivo (CTU).
2. O TN usa os recursos para custear seus gastos, creditando as contas reservas dos bancos.
3. A maior liquidez na economia joga a Selic para baixo.
4. O BC é forçado a aumentar o volume de compromissadas, para manter a Selic na meta fixada pelo Copom.

Balanço patrimonial do Banco Central - versão simplificada

ATIVO	PASSIVO
Títulos públicos ou privados 	Papel moeda
Reservas internacionais	Depósitos de bancos (comp. ou volunt.)  
Crédito junto a bancos	Compromissadas 
Outros	Caixa do Tesouro Nacional  
	Outros
	Patrimônio Líquido

Financiamento via Emissão Monetária

Passos do financiamento via “emissão monetária”:

1. O BC compra títulos públicos, aumentando a conta de ativo (Tit Pub) e de passivo (CTU).
2. O TN usa os recursos para custear seus gastos, creditando as contas reservas dos bancos.
3. A maior liquidez na economia joga a Selic para baixo.
4. O BC é forçado a aumentar o volume de compromissadas, para manter a Selic na meta.
5. **A dívida pública bruta aumenta, e também aumenta a dívida líquida.**
6. No final, o gasto público está sendo financiado à taxa Selic, não é juro zero (a não ser que a Selic vá a zero), nem muito menos algo que o país “nunca vai pagar”, mas esta parte é mais complicada, como vamos ver.

Financiamento via Venda de Reservas Internacionais

Passos do financiamento via venda de reservas internacionais:

1. O BC vende as reservas no mercado de dólar spot (provavelmente apreciando a taxa de câmbio).
2. O pagamento das divisas ao BC reduz as reservas bancárias (depósitos de bancos).
3. Neste momento inicial, a diminuição da base monetária forçaria o BC a desfazer compromissadas, recompondo as reservas dos bancos e impedindo a elevação da taxa Selic.
4. Com os recursos da venda das reservas, o BC compra títulos do TN, aumentando as contas de ativo (Tit Pub) e de passivo (CTU).
5. O TN usa os recursos para custear seus gastos, creditando as contas reservas dos bancos.
6. A maior liquidez na economia joga a Selic para baixo.
7. O BC é forçado a aumentar o volume de compromissadas, para manter a Selic na meta.
8. No final, o passivo do BC fica inalterado; as únicas alterações são no ativo: um aumento em títulos públicos igual à redução das reservas internacionais.
9. No balanço do setor privado, a dívida pública não se altera, mas há um aumento de ativos externos (as reservas), equivalente ao aumento das despesas públicas.
10. No final das contas, a dívida pública **bruta** se mantém inalterada, mas a dívida **líquida** aumenta, uma vez que diminuíram as reservas internacionais (um ativo).

Balanço patrimonial do Banco Central - versão simplificada

ATIVO

Títulos públicos ou privados

Reservas internacionais 

Crédito junto a bancos

Outros

PASSIVO

Papel moeda

Depósitos de bancos 

Compromissadas

Caixa do Tesouro Nacional

Outros

Patrimônio Líquido

Financiamento via Venda de Reservas Internacionais

Passos do financiamento via venda de reservas internacionais:

1. O BC vende as reservas no mercado de dólar spot (provavelmente apreciando a taxa de câmbio).
2. O pagamento das divisas ao BC reduz as reservas bancárias (depósitos de bancos).
3. Neste momento inicial, a diminuição da base monetária forçaria o BC a desfazer compromissadas, recompondo as reservas dos bancos e impedindo a elevação da taxa Selic.
4. Com os recursos da venda das reservas, o BC compra títulos do TN, aumentando as contas de ativo (Tit Pub) e de passivo (CTU).
5. O TN usa os recursos para custear seus gastos, creditando as contas reservas dos bancos.
6. A maior liquidez na economia joga a Selic para baixo.
7. O BC é forçado a aumentar o volume de compromissadas, para manter a Selic na meta.
8. No final, o passivo do BC fica inalterado; as únicas alterações são no ativo: um aumento em títulos públicos igual à redução das reservas internacionais.
9. No balanço do setor privado, a dívida pública não se altera, mas há um aumento de ativos externos (as reservas), equivalente ao aumento das despesas públicas.
10. No final das contas, a dívida pública **bruta** se mantém inalterada, mas a dívida **líquida** aumenta, uma vez que diminuíram as reservas internacionais (um ativo).

Balanço patrimonial do Banco Central - versão simplificada

ATIVO

Títulos públicos ou privados

Reservas internacionais 

Crédito junto a bancos

Outros

PASSIVO

Papel moeda

Depósitos de bancos  

Compromissadas 

Caixa do Tesouro Nacional

Outros

Patrimônio Líquido

Financiamento via Venda de Reservas Internacionais

Passos do financiamento via venda de reservas internacionais:

1. O BC vende as reservas no mercado de dólar spot (provavelmente apreciando a taxa de câmbio).
2. O pagamento das divisas ao BC reduz as reservas bancárias (depósitos de bancos).
3. Neste momento inicial, a diminuição da base monetária forçaria o BC a desfazer compromissadas, recompondo as reservas dos bancos e impedindo a elevação da taxa Selic.
4. Com os recursos da venda das reservas, o BC compra títulos do TN, aumentando as contas de ativo (Tit Pub) e de passivo (CTU).
5. O TN usa os recursos para custear seus gastos, creditando as contas reservas dos bancos.
6. A maior liquidez na economia joga a Selic para baixo.
7. O BC é forçado a aumentar o volume de compromissadas, para manter a Selic na meta.
8. No final, o passivo do BC fica inalterado; as únicas alterações são no ativo: um aumento em títulos públicos igual à redução das reservas internacionais.
9. No balanço do setor privado, a dívida pública não se altera, mas há um aumento de ativos externos (as reservas), equivalente ao aumento das despesas públicas.
10. No final das contas, a dívida pública **bruta** se mantém inalterada, mas a dívida **líquida** aumenta, uma vez que diminuíram as reservas internacionais (um ativo).

Balanço patrimonial do Banco Central - versão simplificada

ATIVO

Títulos públicos ou privados

↑ 4

Reservas internacionais

↓ 1

Crédito junto a bancos

Outros

PASSIVO

Papel moeda

Depósitos de bancos

↓ 1

↑ 3

Compromissadas

↓ 3

Caixa do Tesouro Nacional

↑ 4

Outros

Patrimônio Líquido

Financiamento via Venda de Reservas Internacionais

Passos do financiamento via venda de reservas internacionais:

1. O BC vende as reservas no mercado de dólar spot (provavelmente apreciando a taxa de câmbio).
2. O pagamento das divisas ao BC reduz as reservas bancárias (depósitos de bancos).
3. Neste momento inicial, a diminuição da base monetária forçaria o BC a desfazer compromissadas, recompondo as reservas dos bancos e impedindo a elevação da taxa Selic.
4. Com os recursos da venda das reservas, o BC compra títulos do TN, aumentando as contas de ativo (Tit Pub) e de passivo (CTU).
5. O TN usa os recursos para custear seus gastos, creditando as contas reservas dos bancos.
6. A maior liquidez na economia joga a Selic para baixo.
7. O BC é forçado a aumentar o volume de compromissadas, para manter a Selic na meta.
8. No final, o passivo do BC fica inalterado; as únicas alterações são no ativo: um aumento em títulos públicos igual à redução das reservas internacionais.
9. No balanço do setor privado, a dívida pública não se altera, mas há um aumento de ativos externos (as reservas), equivalente ao aumento das despesas públicas.
10. No final das contas, a dívida pública **bruta** se mantém inalterada, mas a dívida **líquida** aumenta, uma vez que diminuíram as reservas internacionais (um ativo).

Balanço patrimonial do Banco Central - versão simplificada

ATIVO

Títulos públicos ou privados



Reservas internacionais



Crédito junto a bancos

Outros

PASSIVO

Papel moeda

Depósitos de bancos



Compromissadas



Caixa do Tesouro Nacional



Outros

Patrimônio Líquido

Financiamento via Venda de Reservas Internacionais

Passos do financiamento via venda de reservas internacionais:

1. O BC vende as reservas no mercado de dólar spot (provavelmente apreciando a taxa de câmbio).
2. O pagamento das divisas ao BC reduz as reservas bancárias (depósitos de bancos).
3. Neste momento inicial, a diminuição da base monetária forçaria o BC a desfazer compromissadas, recompondo as reservas dos bancos e impedindo a elevação da taxa Selic.
4. Com os recursos da venda das reservas, o BC compra títulos do TN, aumentando as contas de ativo (Tit Pub) e de passivo (CTU).
5. O TN usa os recursos para custear seus gastos, creditando as contas reservas dos bancos.
6. A maior liquidez na economia joga a Selic para baixo.
7. O BC é forçado a aumentar o volume de compromissadas, para manter a Selic na meta.
8. No final, o passivo do BC fica inalterado; as únicas alterações são no ativo: um aumento em títulos públicos igual à redução das reservas internacionais.
9. No balanço do setor privado, a dívida pública não se altera, mas há um aumento de ativos externos (as reservas), equivalente ao aumento das despesas públicas.
10. No final das contas, a dívida pública **bruta** se mantém inalterada, mas a dívida **líquida** aumenta, uma vez que diminuíram as reservas internacionais (um ativo).

Balanço patrimonial do Banco Central - versão simplificada

ATIVO

Títulos públicos ou privados



Reservas internacionais



Crédito junto a bancos

Outros

PASSIVO

Papel moeda

Depósitos de bancos



Compromissadas



Caixa do Tesouro Nacional



Outros

Patrimônio Líquido

O caso brasileiro – Venda de Reservas Internacionais

Passos do financiamento via venda de reservas internacionais:

1. O BC vende as reservas no mercado de dólar spot (provavelmente apreciando a taxa de câmbio, mas isto também é outra história).
2. O pagamento das divisas ao BC reduz as reservas bancárias (depósitos de bancos).
3. Neste momento inicial, a diminuição da base monetária forçaria o BC a desfazer compromissadas, recompondo as reservas dos bancos e impedindo a elevação da taxa Selic.
4. Com os recursos da venda das reservas, o BC compra títulos do TN, aumentando as contas de ativo (Tit Pub) e de passivo (CTU).
5. O TN usa os recursos para custear seus gastos, creditando as contas reservas dos bancos.
6. A maior liquidez na economia joga a Selic para baixo.
7. O BC é forçado a aumentar o volume de compromissadas, para manter a Selic na meta.
8. No final, o passivo do BC fica inalterado; as únicas alterações são no ativo: um aumento em títulos públicos igual à redução das reservas internacionais.
9. No balanço do setor privado, a dívida pública não se altera, mas há um aumento de ativos externos (as reservas), equivalente ao aumento das despesas públicas.
10. No final das contas, a dívida pública **bruta** se mantém inalterada, mas a dívida **líquida** aumenta, uma vez que diminuíram as reservas internacionais (um ativo).

Balanço patrimonial do Banco Central - versão simplificada

ATIVO

Títulos públicos ou privados 

Reservas internacionais 

Crédito junto a bancos

Outros

PASSIVO

Papel moeda

Depósitos de bancos

Compromissadas

Caixa do Tesouro Nacional

Outros

Patrimônio Líquido

O caso brasileiro – Venda de Reservas Internacionais

Passos do financiamento via venda de reservas internacionais:

1. O BC vende as reservas no mercado de dólar spot (provavelmente apreciando a taxa de câmbio, mas isto também é outra história).
2. O pagamento das divisas ao BC reduz as reservas bancárias (depósitos de bancos).
3. Neste momento inicial, a diminuição da base monetária forçaria o BC a desfazer compromissadas, recompondo as reservas dos bancos e impedindo a elevação da taxa Selic.
4. Com os recursos da venda das reservas, o BC compra títulos do TN, aumentando as contas de ativo (Tit Pub) e de passivo (CTU).
5. O TN usa os recursos para custear seus gastos, creditando as contas reservas dos bancos.
6. A maior liquidez na economia joga a Selic para baixo.
7. O BC é forçado a aumentar o volume de compromissadas, para manter a Selic na meta.
8. No final, o passivo do BC fica inalterado; as únicas alterações são no ativo: um aumento em títulos públicos igual à redução das reservas internacionais.
9. No balanço do setor privado, a dívida pública não se altera, mas há um aumento de ativos externos (as reservas), equivalente ao aumento das despesas públicas.
10. No final das contas, a dívida pública **bruta** se mantém inalterada, mas a dívida **líquida** aumenta, uma vez que diminuíram as reservas internacionais (um ativo).

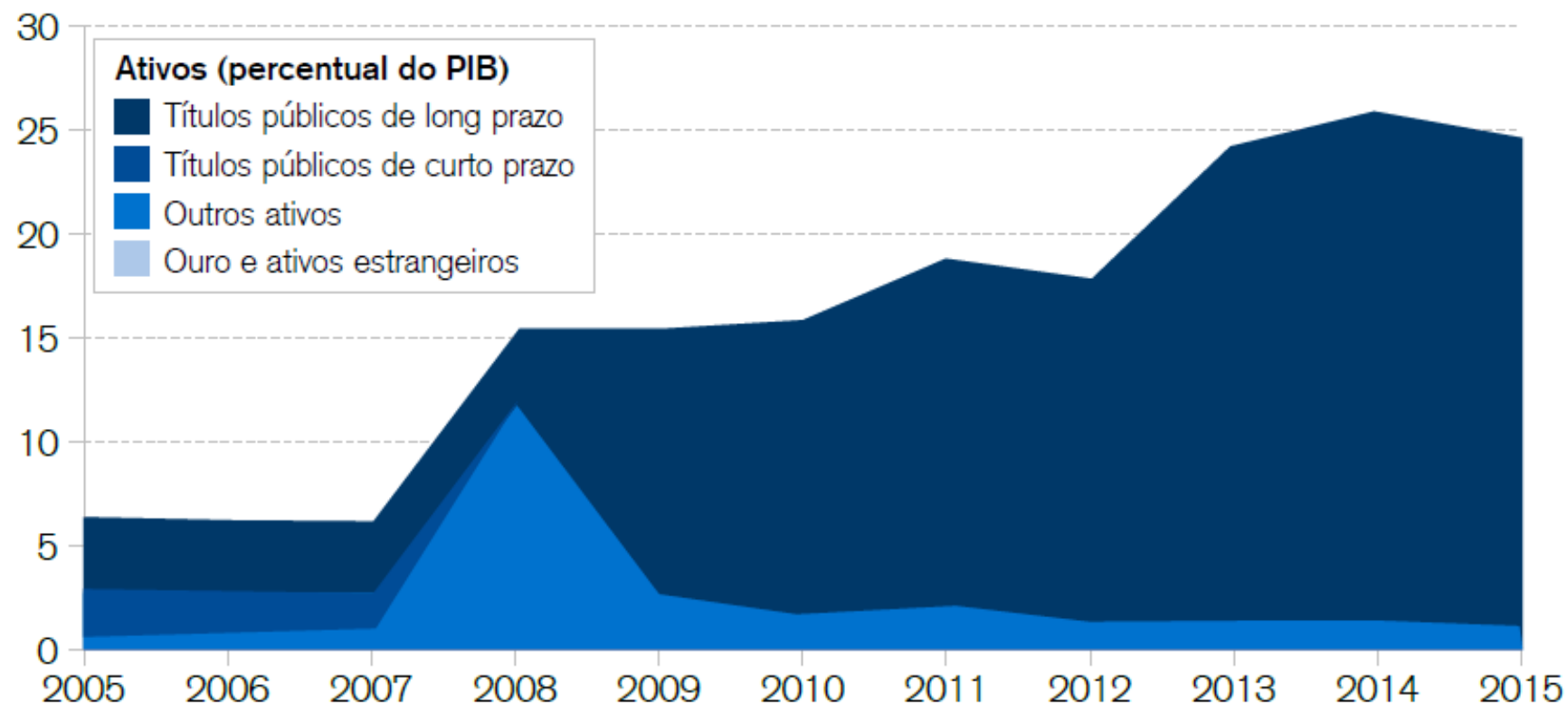
Resumo do caso brasileiro

- Vimos que em qualquer caso, o financiamento dos gastos adicionais que se fizerem necessários implicará aumento da dívida líquida.
- Em que medida tal aumento será um ônus a mais a ser pago após o fim da pandemia, via aumentos de impostos (ou redução de gastos ou venda de ativos)?
- Será que haveria um caminho menos árduo, com enorme expansão do balanço do BC, absorvendo permanentemente um volume muito maior de dívida pública, financiando-se com aumento dos empréstimos tomados junto a bancos (depósitos dos bancos no BC)?
- Ou seja, QE seria uma solução para o problema fiscal?
- Passamos agora à experiência internacional com QE.

QE no Mundo

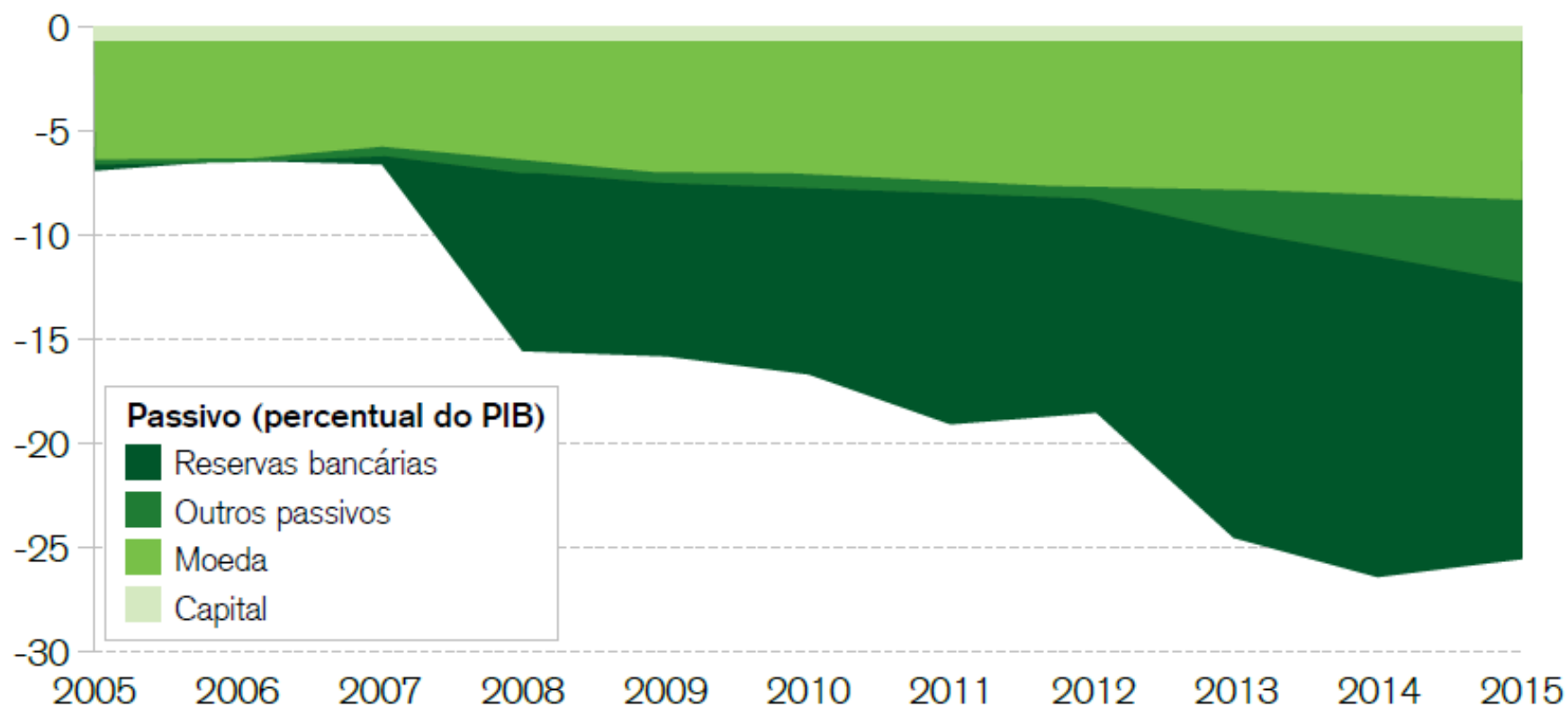
- QE, ou afrouxamento (monetário) quantitativo, refere-se a um conjunto de políticas que expandem o balanço dos bancos centrais, os quais comprem títulos públicos, financiando-se na expansão da base monetária.
- Começou no Japão, em 2001, sendo adotada posteriormente, na esteira da GCFI (2008), pelos demais grandes bancos centrais (FED, Europeu e Japão).
- Vejamos os balanços dos principais bancos centrais internacionais.

Balço patrimonial do FED entre 2005 e 2015 – ativos (%)



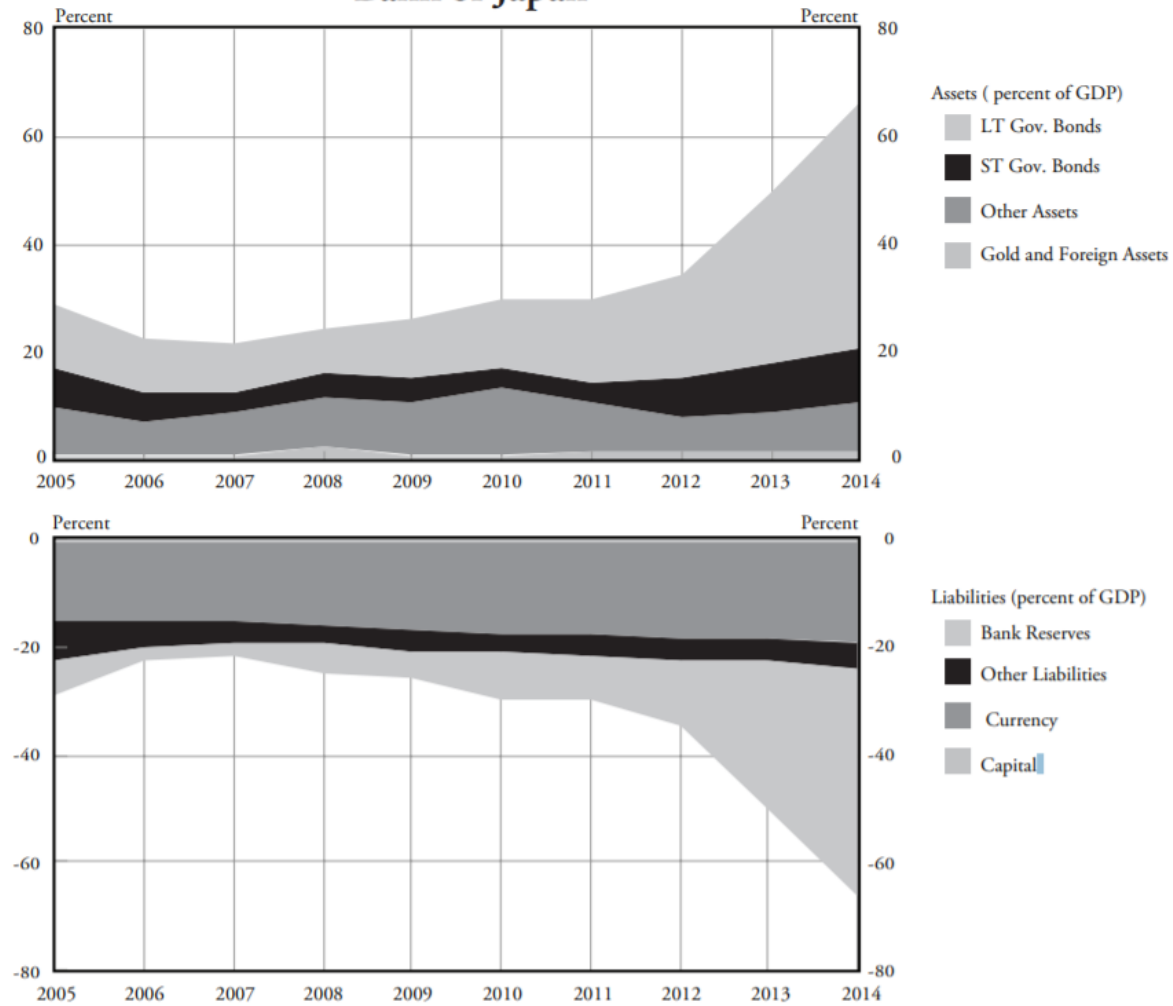
Fonte: Ricardo Reis, 2016. "Funding Quantitative Easing to Target Inflation," Discussion Papers 1626, Centre for Macroeconomics (CFM).

Balço patrimonial do FED entre 2005 e 2015 – passivos (%)

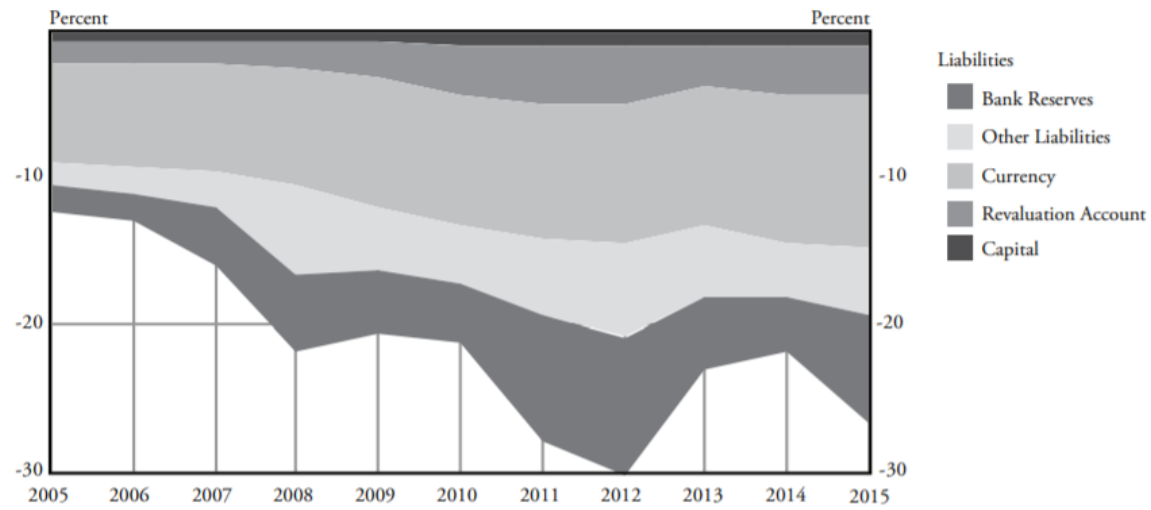
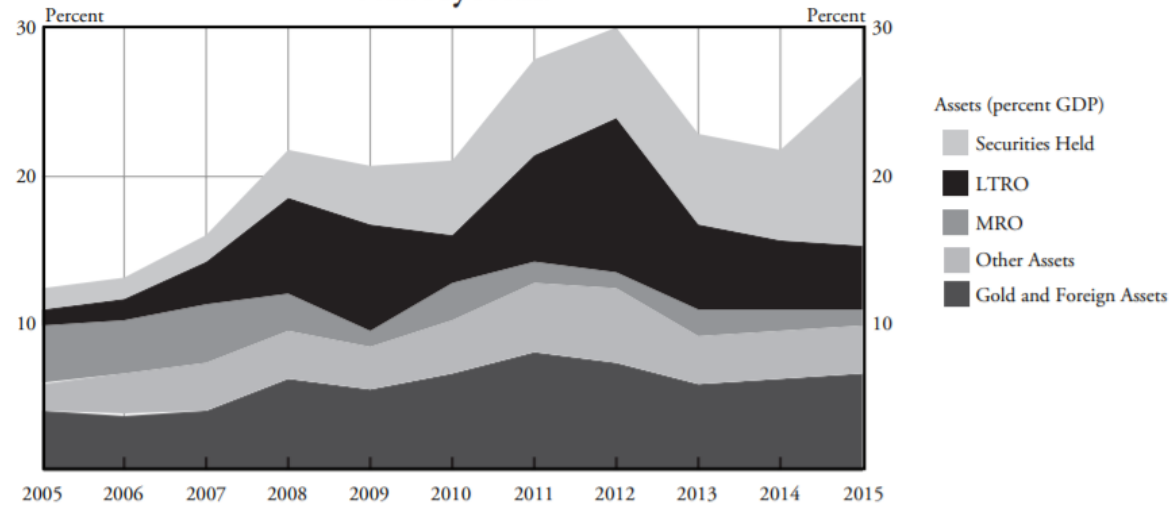


Fonte: Ricardo Reis, 2016. "Funding Quantitative Easing to Target Inflation," Discussion Papers 1626, Centre for Macroeconomics (CFM).

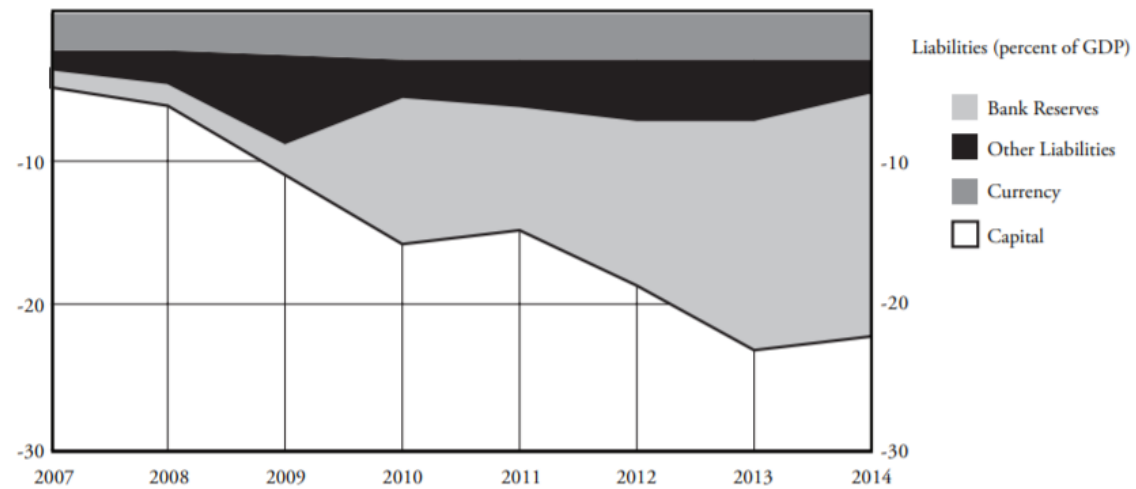
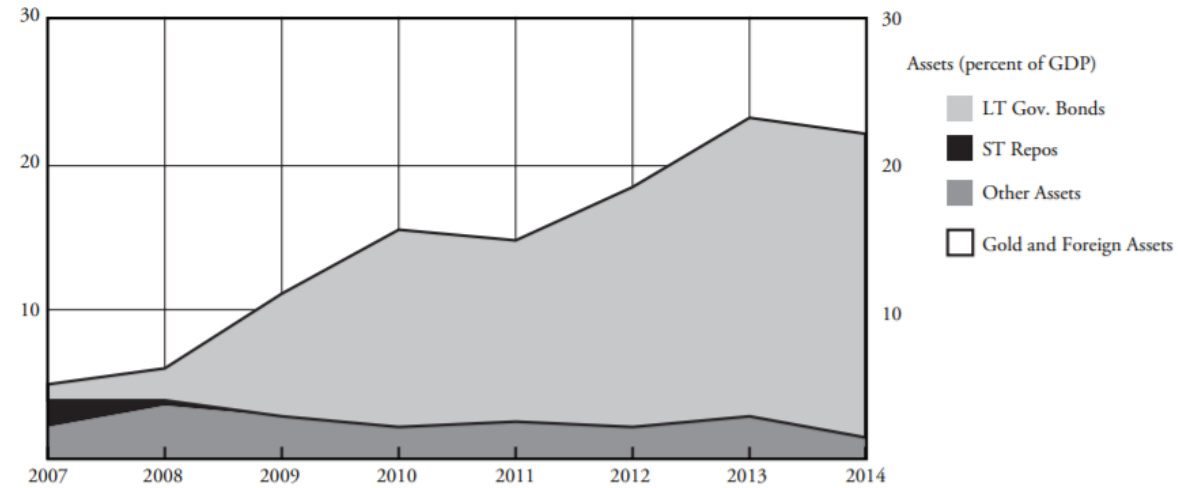
Bank of Japan



Eurosystem

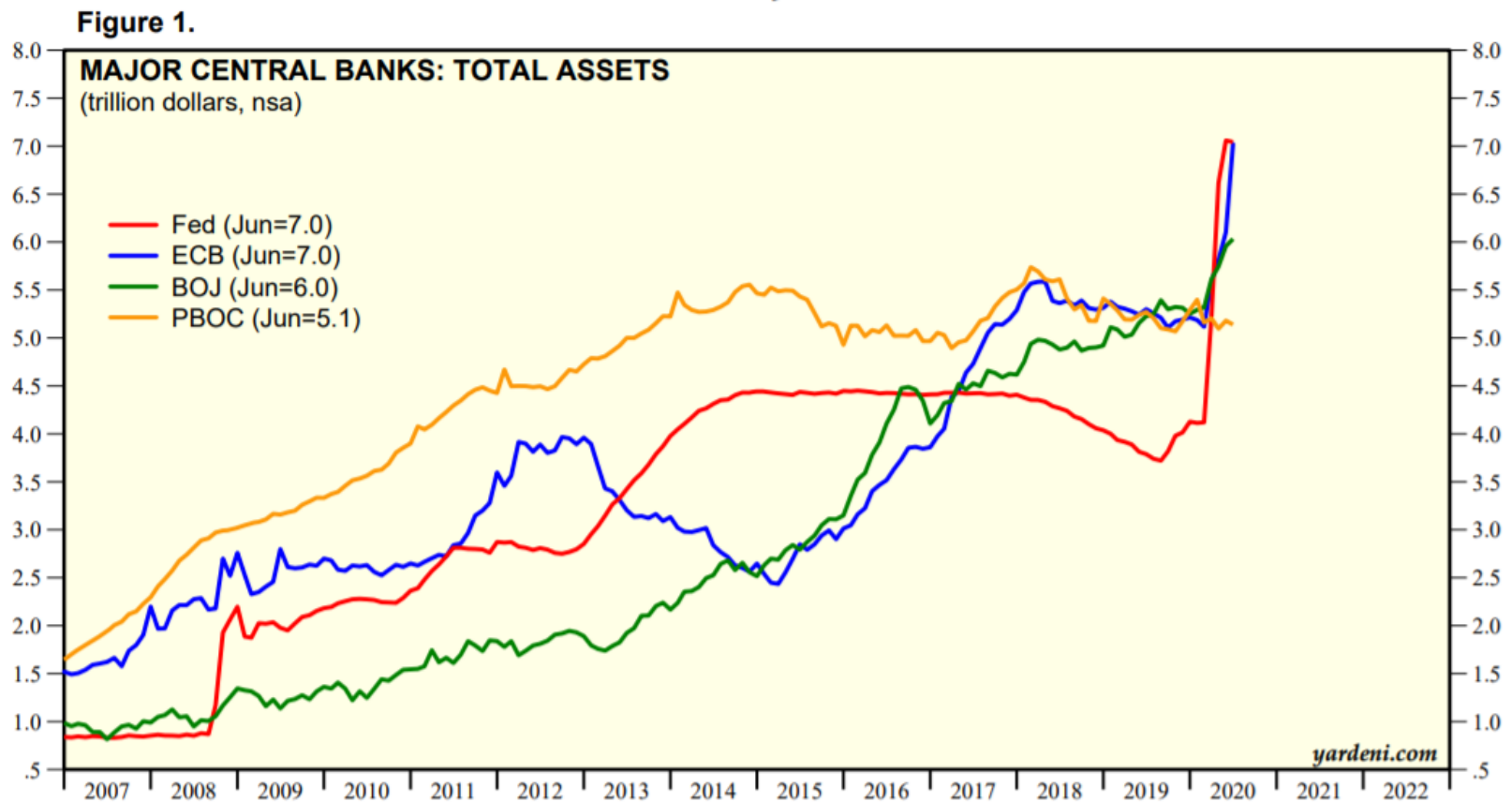


Bank of England



Evolução dos Ativos dos Maiores Bancos Centrais

Total Assets of Major Central Banks



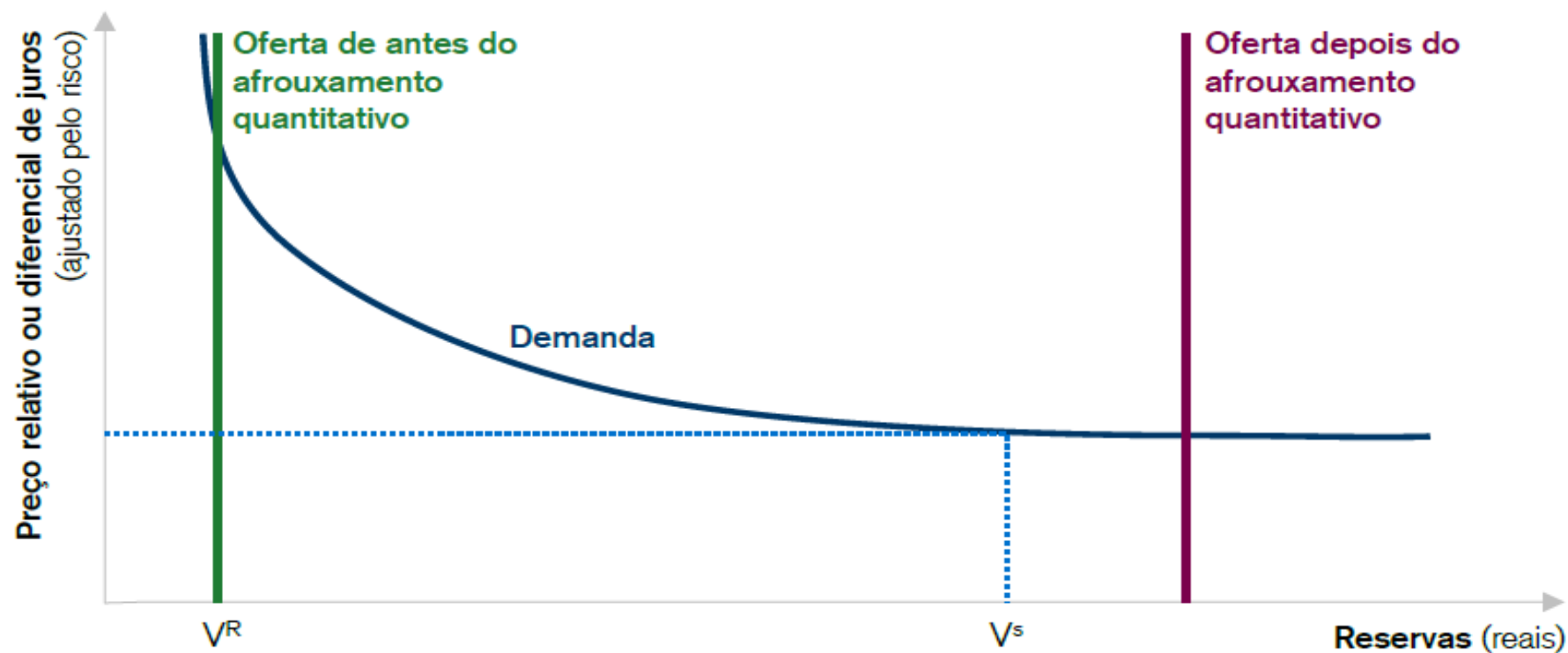
Source: Haver Analytics.

QE

- Os passivos de todos os BCs analisados têm comportamento semelhante.
- Todos financiaram a expansão de seus ativos via empréstimos remunerados à taxa overnight dos bancos (reservas).
- Uma característica importante das reservas, como se verá em seguida, é que os BCs, por serem monopolistas nesse mercado, podem escolher tanto a quantidade quanto a taxa de juros das reservas, quando o mercado de reservas está saturado.

BC satura o mercado de reservas bancárias

Equilíbrio no mercado de reservas



Fonte: Ricardo Reis, 2016. "Funding Quantitative Easing to Target Inflation," Discussion Papers 1626, Centre for Macroeconomics (CFM).

O Brasil pode fazer QE?

Brazilian economy

+ Add to myFT

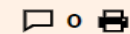
Brazil approves quantitative easing to fight coronavirus woes

Central bank of Latin America's largest economy can now engage in monetary financing



Roberto Campos Neto, the Central Bank of Brazil president, says he is not in favour of printing money © Reuters

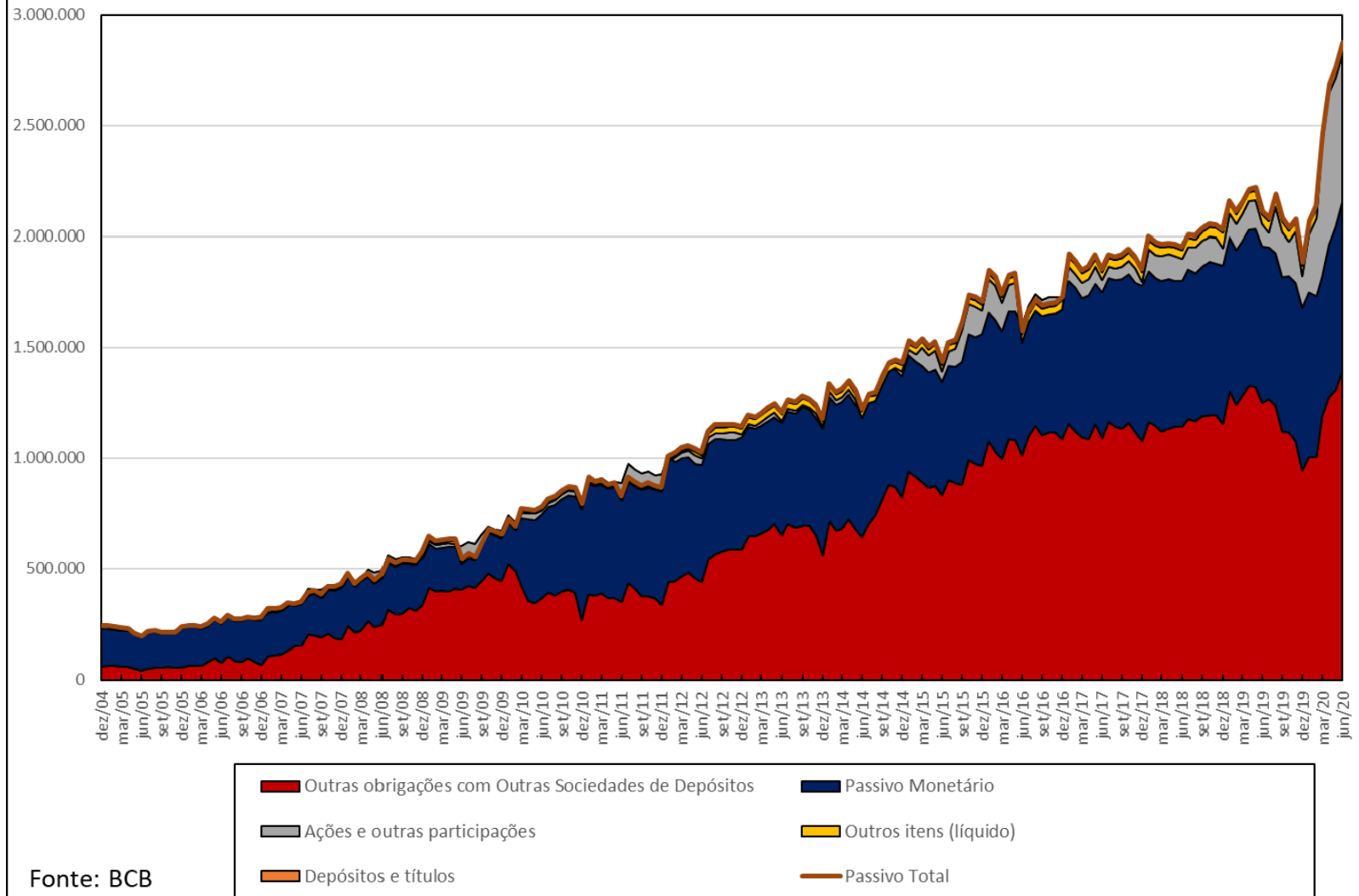
Andres Schipani and Bryan Harris in São Paulo 21 MINUTES AGO



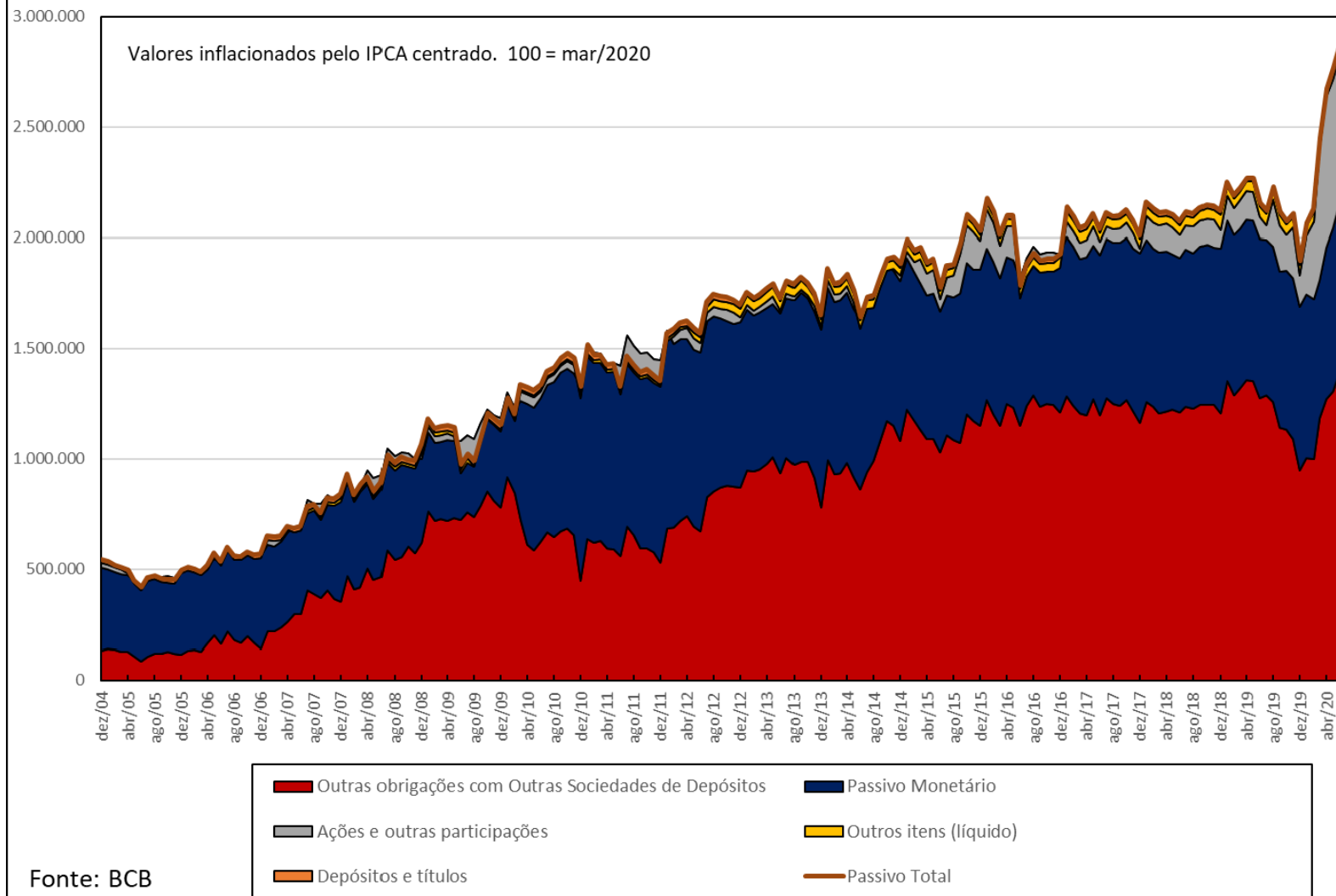
O Brasil pode fazer QE?

- Primeiramente, vale notar que o recurso ao QE nos países centrais ocorreu com o objetivo de estimular a economia, quando as respectivas taxas básicas de juros estavam em zero.
- Em termos quantitativos, é preciso ter em conta que, já hoje, o balanço do BCB, em termos de % do PIB, já é de dimensão comensurável aos dos principais bancos centrais.

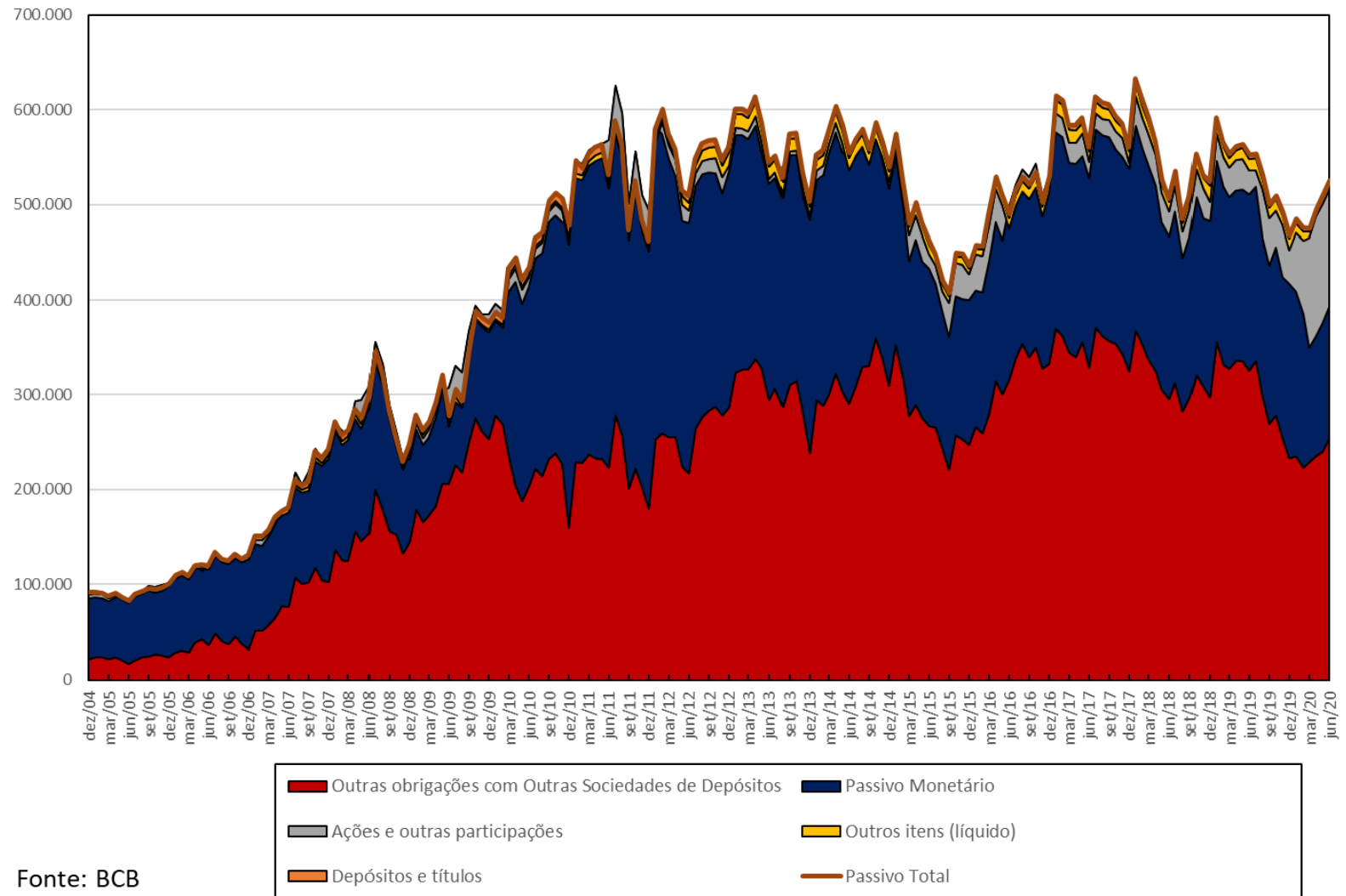
Evolução do Passivo do BCB (R\$ Milhões correntes)



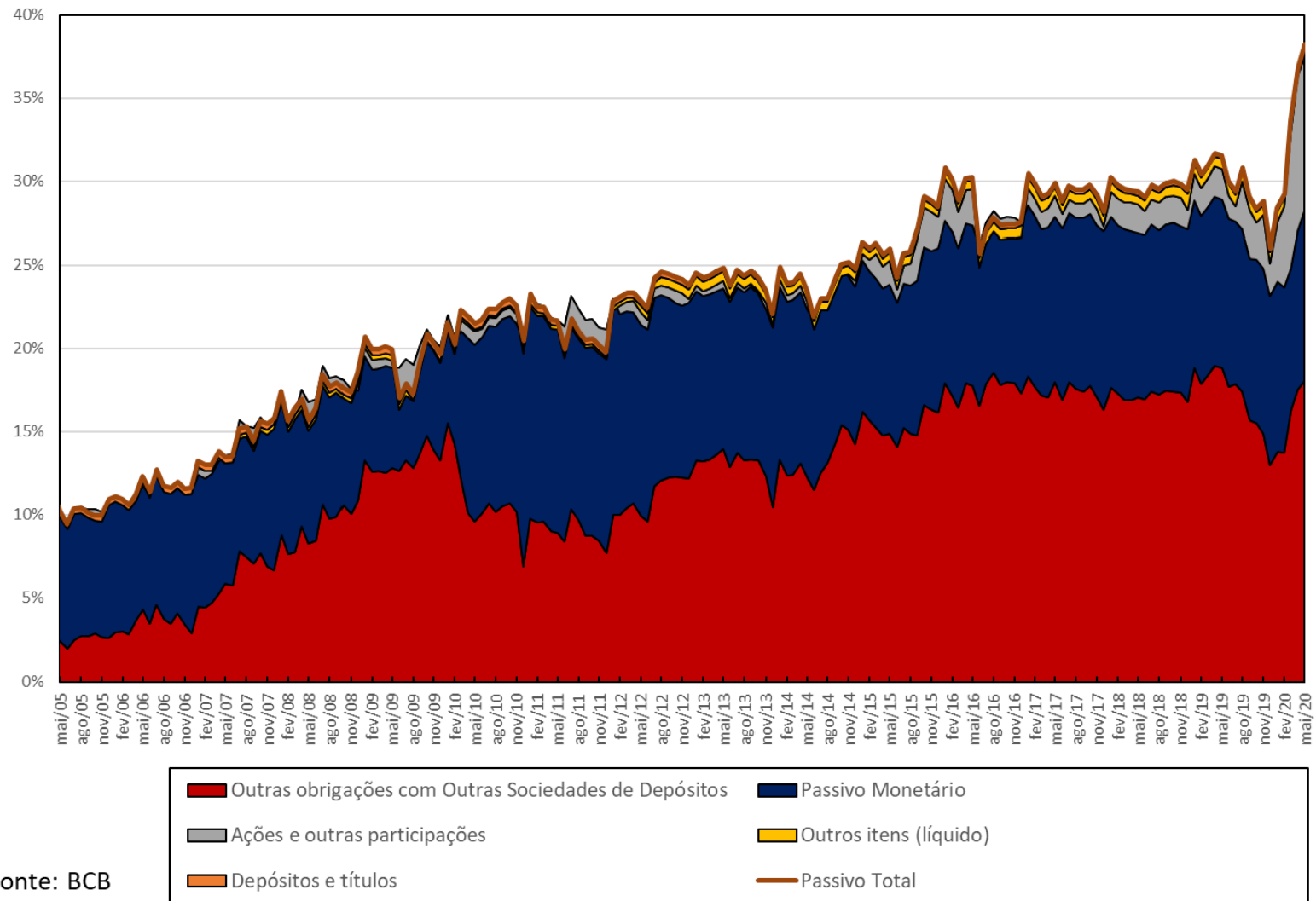
Evolução do Passivo do BCB (R\$ Milhões constantes) - IPCA



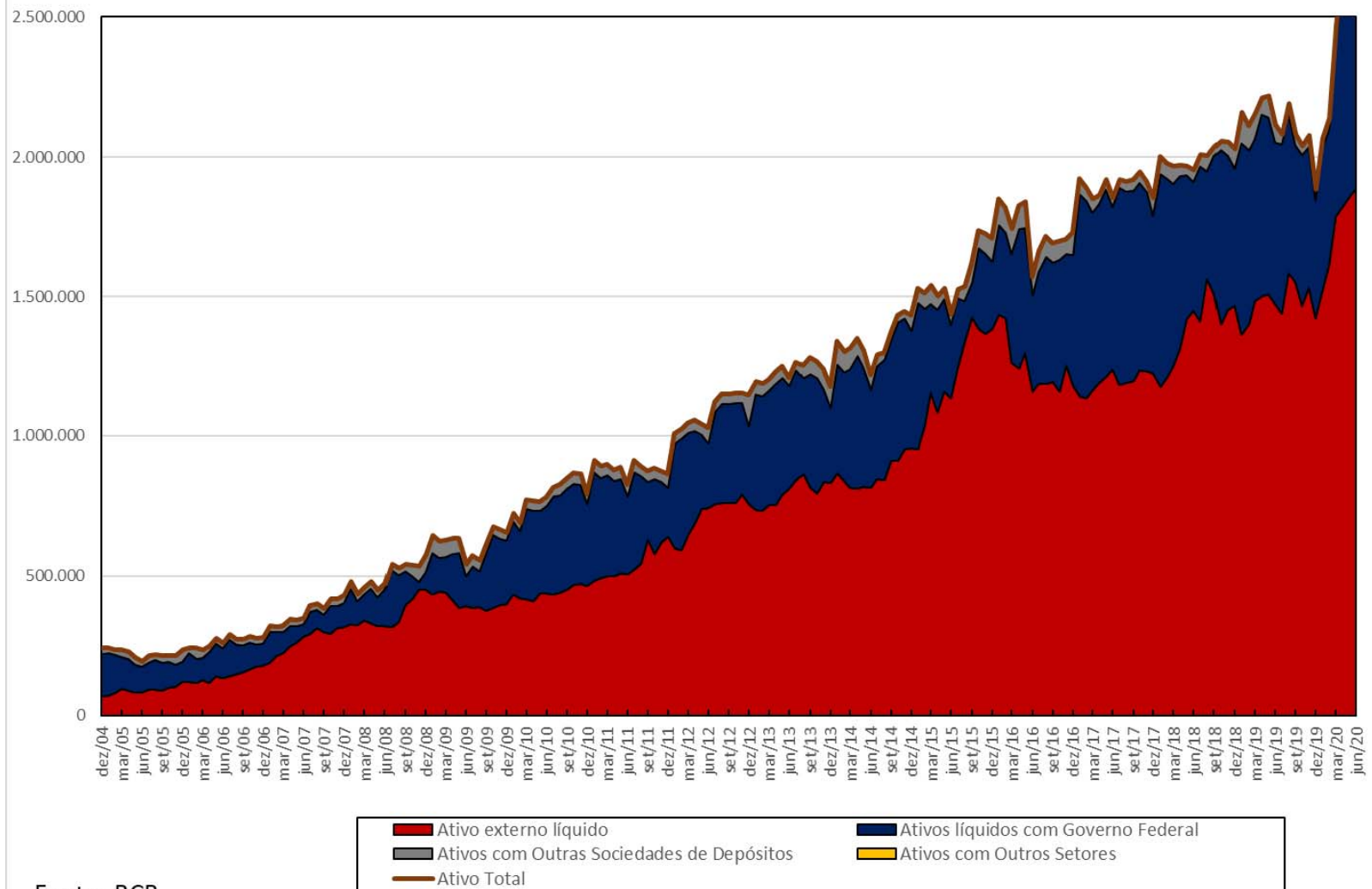
Evolução do Passivo do BCB (US\$ Milhões)



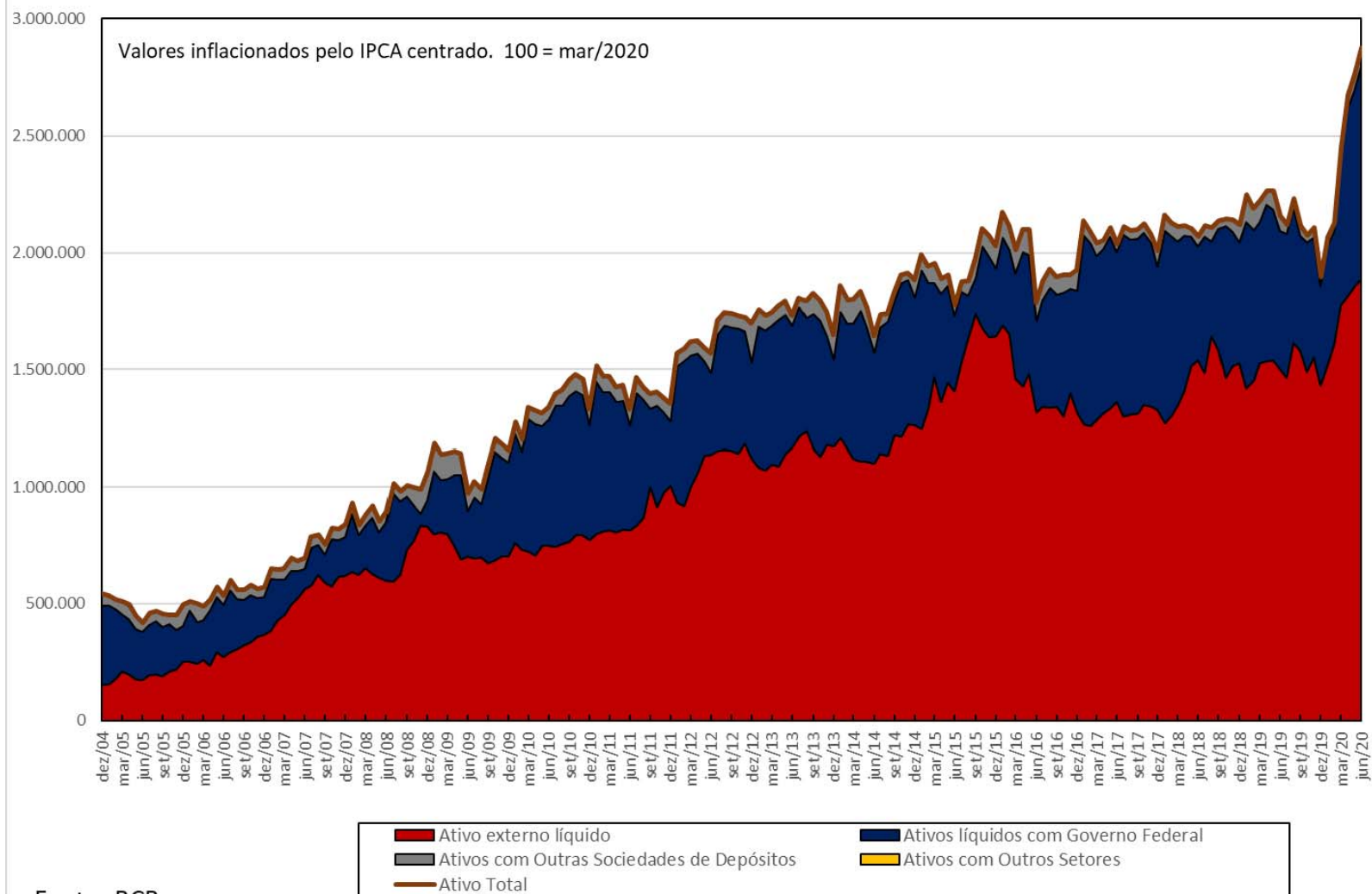
Evolução do Passivo do BCB (% PIB)



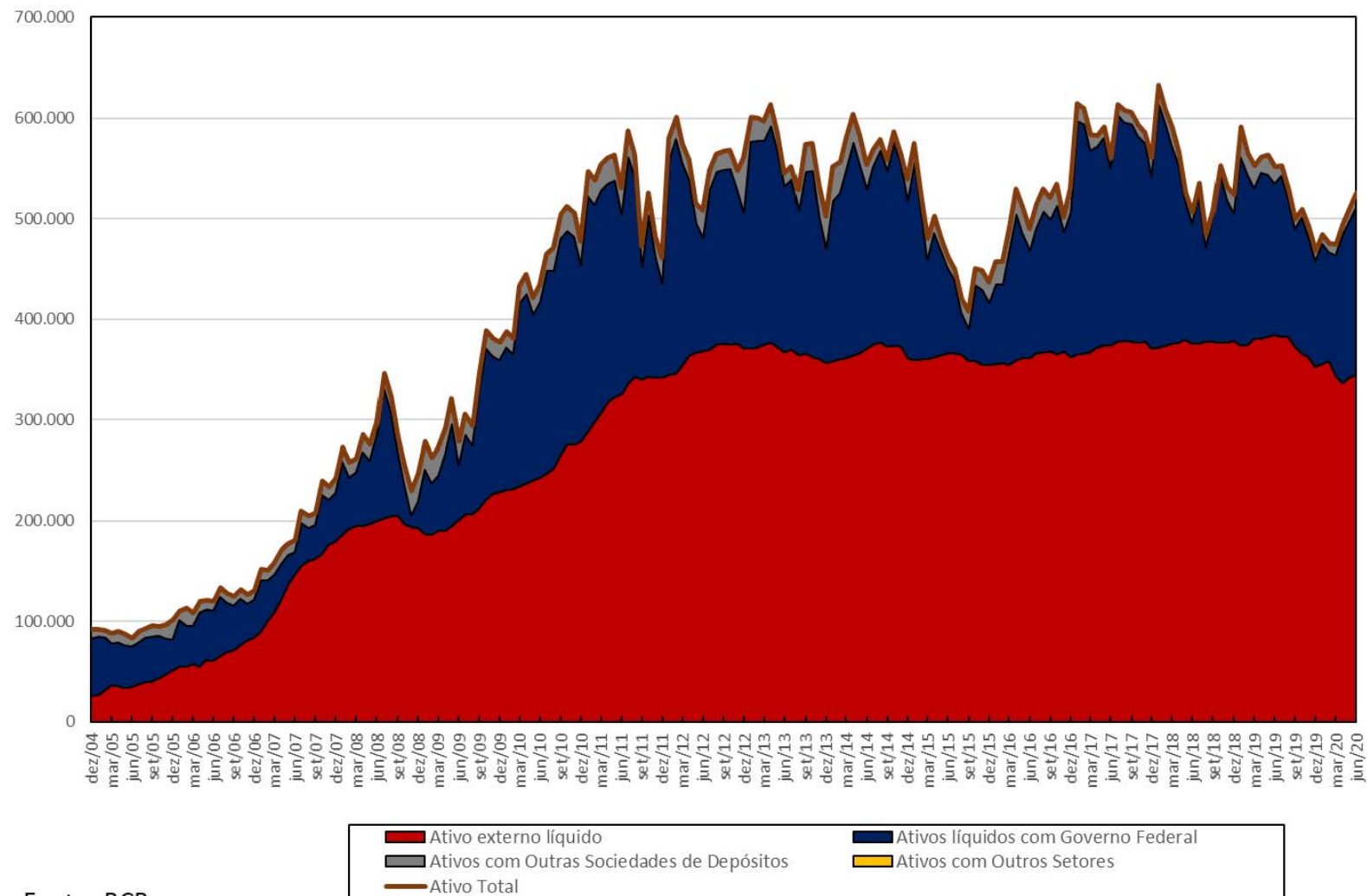
Evolução do Ativo do BCB (R\$ Milhões correntes)



Evolução do Ativo do BCB (R\$ Milhões constantes) - IPCA

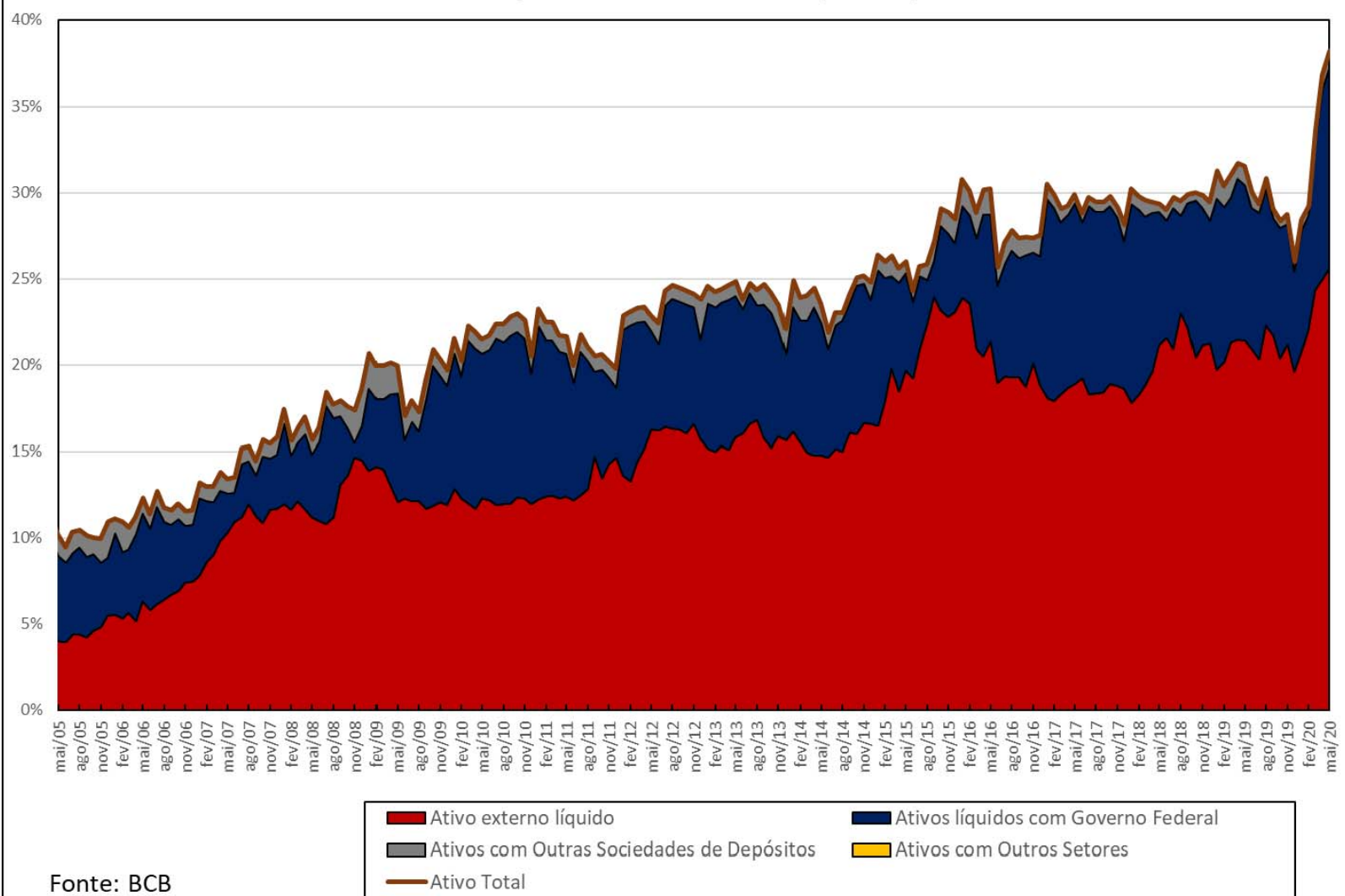


Evolução do Ativo do BCB (US\$ Milhões)



Fonte: BCB

Evolução do Ativo do BCB (% PIB)



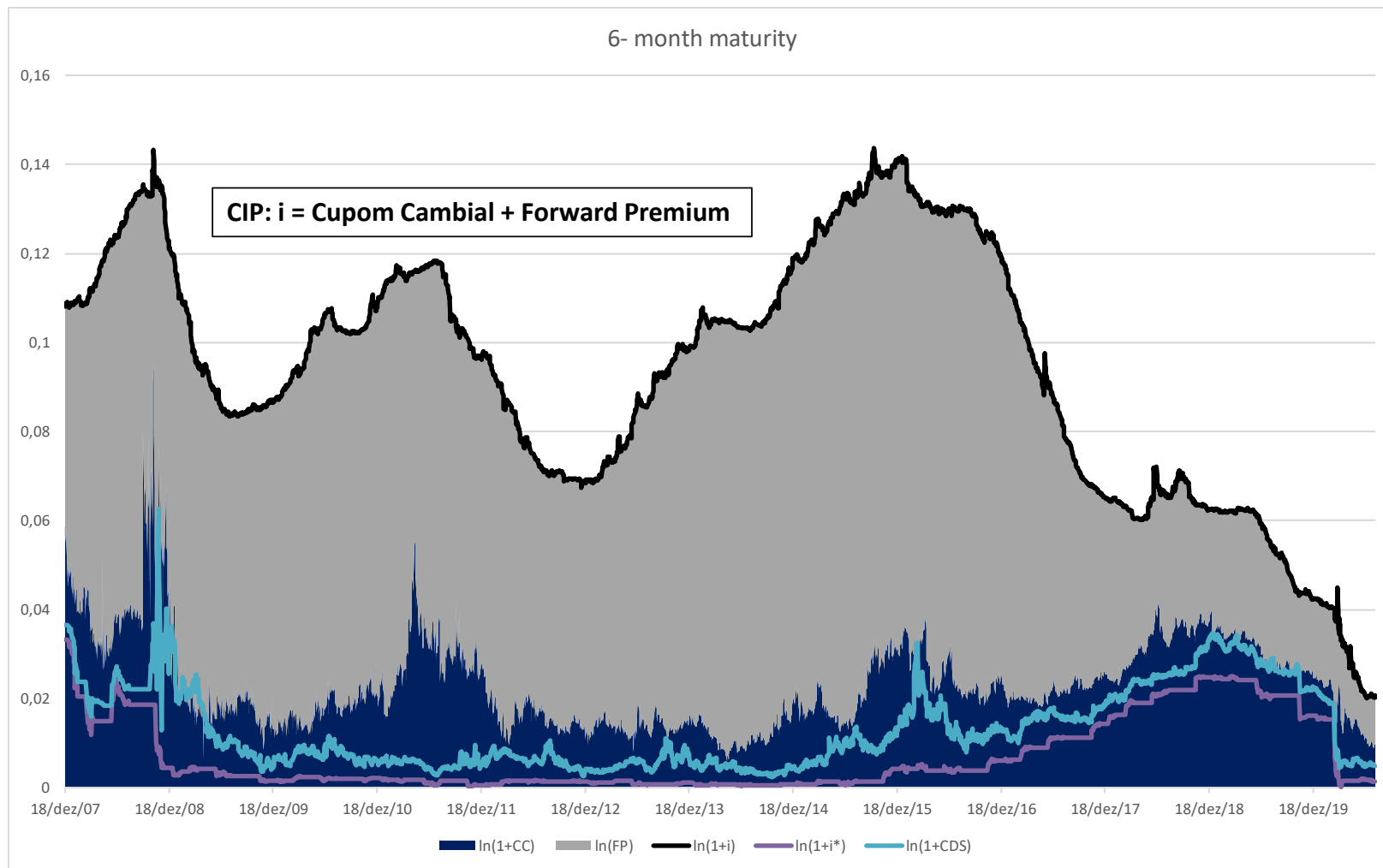
O Brasil pode fazer QE?

- Primeiramente, vale notar que o recurso ao QE nos países centrais ocorreu com o objetivo de estimular a economia, quando as respectivas taxas básicas de juros estavam em zero.
- Em termos quantitativos, é preciso ter em conta que, já hoje, o balanço do BCB, em termos de % do PIB, já é de dimensão comensurável aos dos principais bancos centrais.
- Mas o principal ativo são as reservas internacionais, não títulos públicos ou privados comprados no mercado secundário.

O Brasil pode fazer QE?

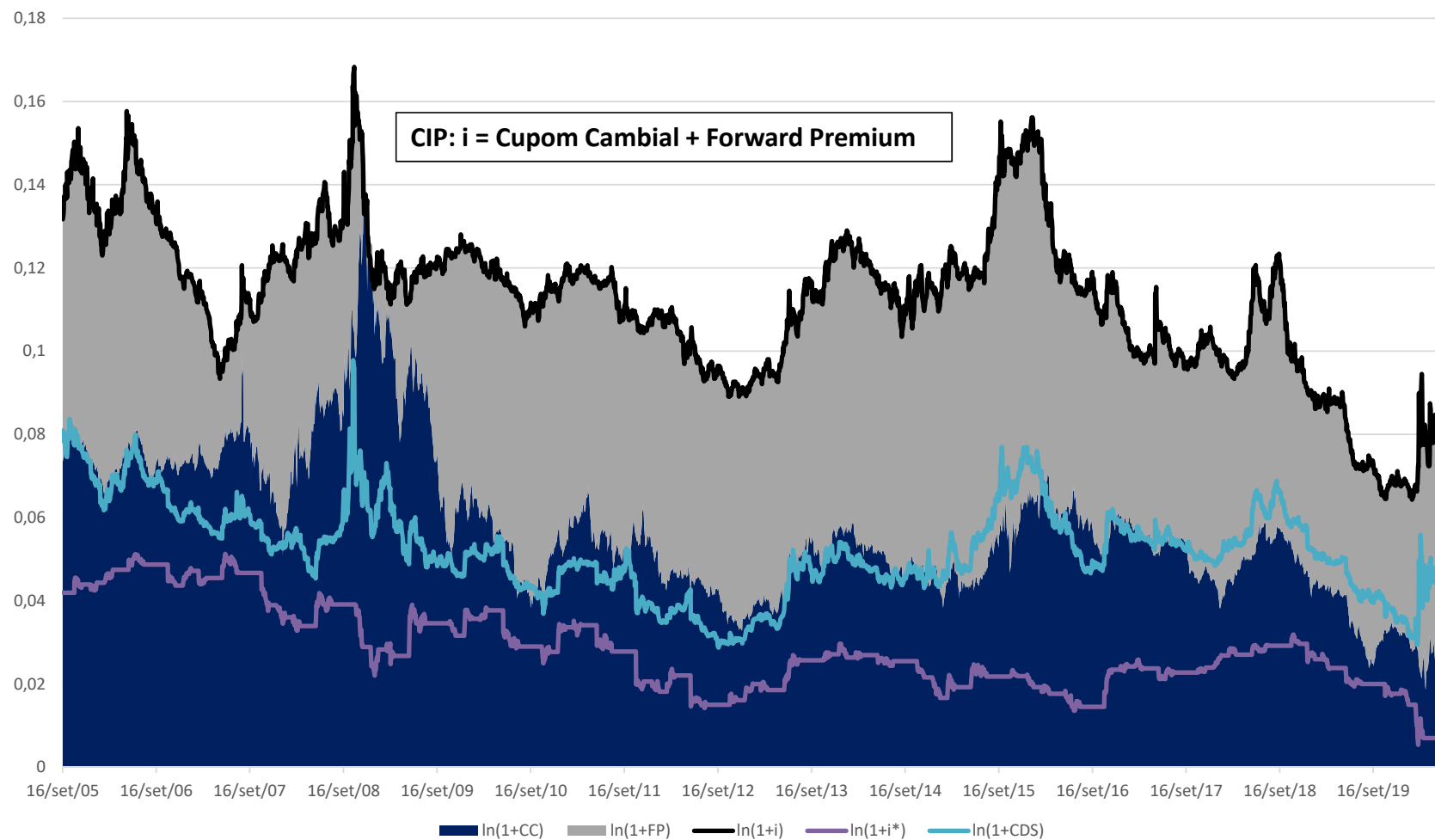
- A segunda questão é qual o limite para um BC fazer QE?
- Ao fazer QE, um banco central ganha feições de um fundo de investimentos alavancado, sujeitando-se aos riscos de perdas nos ativos.
- Na crise de 2008, o “fundo” do FED foi muito bem sucedido, mas será que isso vai se repetir desta vez?
- Se um banco central sofrer perdas em seus ativos, ele dependerá de sua renda (senhoriagem) ou de aportes do controlador, o Tesouro.
- Ou seja, dependerá do espaço fiscal existente, de quanto o setor público está longe da insolvência.
- No Brasil, com nossa rigidez orçamentária e alta dívida pública, tal espaço é pequeno.
- De qualquer forma, com a melhora dos mercados, o QE brasileiro, no que tange aos títulos privados, pode não acontecer.

Piso de Juros?

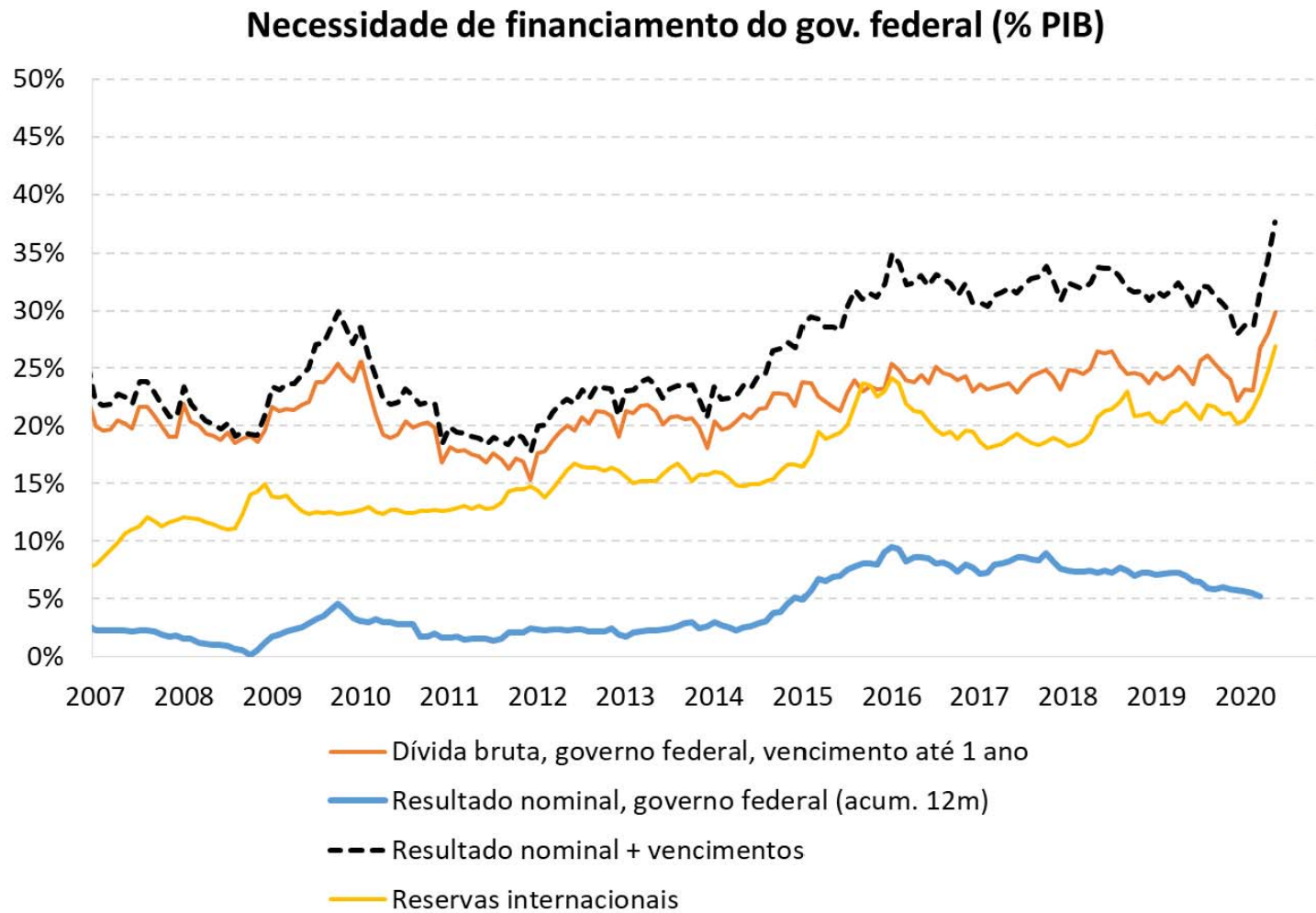


Piso de Juros?

10 year maturity



Necessidade de financiamento do gov. federal



Source: BCB, Gávea Investimentos

Conclusão

- No final das contas, a possibilidade de o BC brasileiro fazer QE dependerá do limite fiscal do Tesouro Nacional, bem como na possibilidade de o BC auferir senhoriagem, ou seja, de manter a credibilidade no poder de compra do BRL.
- Infelizmente, os desenvolvimentos recentes parecem apontar que os gastos fiscais serão muito superiores do que os necessários para combater a pandemia.
- Há o risco de que muitos dos gastos se tornem permanentes (coronavoucher, subsídios a empresas, perdão de dívidas fiscais, etc.).
- Não há alternativa a tentar conter os gastos extraordinários ao estritamente necessário para o combate à pandemia.
- Se exorbitarmos nos gastos, poderemos sair da pandemia para um mundo de inflação alta, do qual tanto lutamos para sair.
- O BC poder prosseguir na redução da Selic depende da mudança do quadro fiscal.
- Não há mágica.

Obrigado

Cuidem-se bem.