

Balanços de Bancos Centrais: o Brasil é Diferente

Márcio G. P. Garcia¹

A crise financeira global de 2008 mudou não só o nível dos juros, mas também a forma de atuação dos principais bancos centrais. Fed, Banco Central Europeu (BCE) e Banco da Inglaterra (BoE) passaram a comprar grandes volumes de títulos — o *quantitative easing* (QE) — e seus balanços cresceram enormemente. Mais de uma década depois, a pandemia produziu nova rodada de expansão. E, só mais recentemente, o movimento começou a se inverter. Como mostrou o FT,² os balanços dos grandes bancos centrais, medidos em proporção do PIB, já voltaram aproximadamente aos níveis anteriores à expansão provocada pela Covid, embora permaneçam muito maiores do que antes da crise de 2008.

O enorme aumento das reservas bancárias, que passaram a ser remuneradas, mudou a forma de condução da política monetária. Hoje não mais se aplica a noção, ainda muito ensinada em manuais de macroeconomia, de que o controle da taxa de juros básica (Fed funds nos EUA e Selic por aqui) seja feito via operações de mercado aberto, que contrairiam a base monetária quando se quisesse elevar a taxa de juros, e vice-versa. Atualmente, o Fed implementa a política monetária principalmente por meio de taxas administradas, sobretudo a remuneração paga sobre as reservas bancárias. No Brasil, papel semelhante é desempenhado pela remuneração das operações compromissadas e dos depósitos voluntários remunerados (DVRs) no BCB, aos quais voltarei adiante.

Neste novo mundo de reservas abundantes, contudo, reduzir balanços é bem mais complicado do que aumentá-los. O primeiro *quantitative tightening* (QT) do Fed terminou em 2019, em meio à turbulência no mercado de repos. A segunda rodada, iniciada em 2022, retirou mais de US\$ 2 trilhões da carteira de títulos antes de ser encerrada no fim de 2025. O novo chairman do Fed, Kevin Warsh, criou cinco grupos de trabalho para rever aspectos da atuação da instituição. Um deles dedica-se especificamente à política de balanço patrimonial do Fed. A questão é saber quão pequeno pode ser o balanço do Fed sem comprometer o funcionamento do sistema de “reservas amplas” e a estabilidade dos mercados.

Darrell Duffie analisa em recente artigo³ como o Fed poderia agir para viabilizar eventual redução do seu balanço, caso assim o desejasse, sem comprometer o bom funcionamento do sistema financeiro. Entre as alternativas examinadas estão um mecanismo de economia de liquidez no sistema de pagamentos e uma remuneração em dois níveis, menor para reservas acima de determinado limite. Duffie também discute operações de mercado aberto temporárias para compensar choques na oferta de reservas e mudanças na regulação de liquidez.

E no Brasil, o que aconteceu com o balanço do Banco Central? A história é curiosa porque, embora o BCB não tenha feito QE nos moldes das economias avançadas, seu balanço também aumentou extraordinariamente. Entre 2000 e 2020, o ativo total passou de 22,8% para 52,3%

¹Professor Titular, Departamento de Economia da PUC-Rio, Pesquisador Afiliado da MIT Sloan School of Management, Pesquisador Sênior do CNPq e Cientista Nosso Estado da FAPERJ, escreve mensalmente neste espaço. (<https://sites.google.com/view/mgpgarcia>).

²<https://shorturl.at/cnn6P>.

³<https://shorturl.at/B4Qlu>.

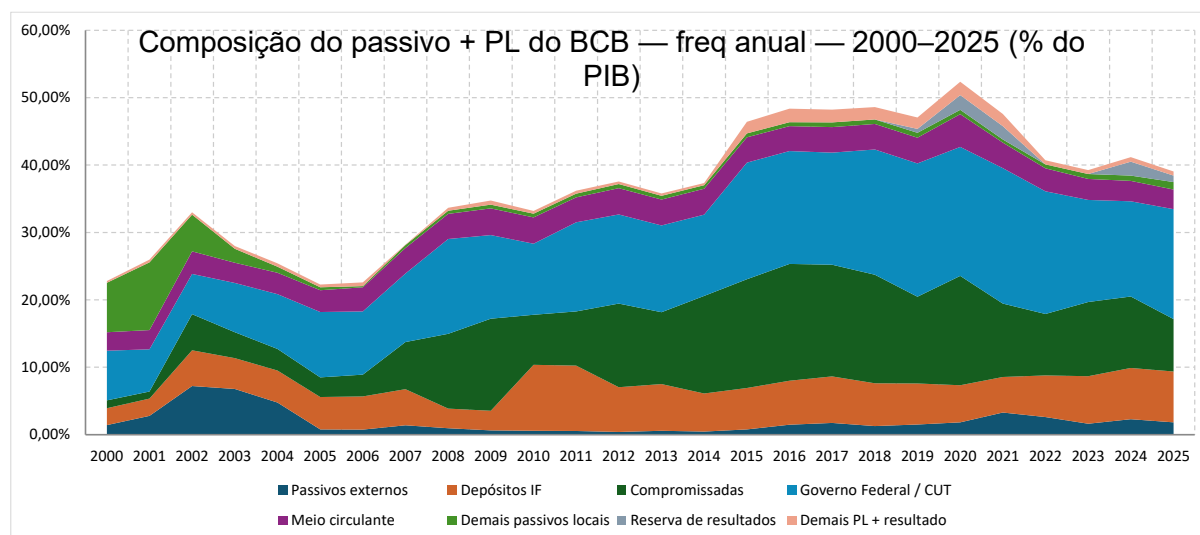
do PIB. Depois, o movimento se reverteu: em 2025, o balanço havia recuado para 39,0% do PIB.

Do lado do ativo — não mostrado no gráfico —, a expansão até 2020 foi dominada por dois itens. Os ativos externos, sobretudo as reservas internacionais, aumentaram cerca de 19,8 p.p. do PIB, mercê da acumulação de reservas cambiais e da depreciação do real após 2011; e a carteira de títulos públicos federais (TPF), aproximadamente 14,5 p.p. Há aqui uma peculiaridade importante: as reservas são denominadas em moeda estrangeira, mas o balanço é expresso em reais. Assim, uma depreciação do real aumenta automaticamente seu valor contábil em reais. Entre 2020 e 2025, o processo se inverteu: os ativos externos caíram cerca de 9,4 p.p. do PIB e os TPF, 2,8 p.p.

O gráfico mostra a contrapartida no passivo e no patrimônio líquido. Entre 2000 e 2020, destacam-se as operações compromissadas, que cresceram 15,1 p.p. do PIB, e as obrigações com o Governo Federal — rubrica que inclui a Conta Única do Tesouro (CUT) —, com mais 11,7 p.p. O gráfico deixa claro que a ampliação do balanço do BCB não adveio de QE, como nos EUA, mas majoritariamente das necessidades de enxugar liquidez e do crescimento da CUT.

De 2020 a 2025, a queda de 13,3 p.p. do passivo mais patrimônio líquido foi liderada pelas compromissadas, que recuaram 8,5 p.p. do PIB (parcialmente substituídas pelos DVRs). As obrigações com o Governo Federal/CUT diminuíram 2,8 p.p.; o meio circulante, 2,0 p.p.; a reserva de resultados, 1,2 p.p.; e os demais componentes do patrimônio líquido e resultado, 1,4 p.p. Em sentido contrário, os depósitos das instituições financeiras (que incluem os DVRs) cresceram 2,0 p.p. e os demais passivos locais, 0,5 p.p., amortecendo a redução.

[Gráfico: Balanço do Banco Central do Brasil — passivo e patrimônio líquido, 2000–2025]



Assim, embora o balanço do BCB tenha apresentado, no agregado, expansão e posterior retração parcial semelhantes às observadas nos bancos centrais dos países desenvolvidos, nossa situação é bem diferente. Como já mencionado, no Brasil, a taxa de juros paga nas compromissadas e DVRs é o principal instrumento de implementação de política monetária, papel que cabe à remuneração das reservas bancárias nos EUA. Mas nosso sistema de pagamentos não sofreu episódios de estresse comparáveis aos observados nos EUA com a redução, nos últimos anos, das operações compromissadas do BCB. Na verdade, o montante

de compromissadas pode voltar a subir caso os riscos fiscais dificultem a gestão, pelo Tesouro Nacional, da crescente dívida mobiliária, sobretudo nos vencimentos mais longos.

Assim, apesar das diferenças, tal como nos países desenvolvidos, um maior balanço do BCB parece ter vindo para ficar.