



INSTITUTO BRASILEIRO DE ENSINO, DESENVOLVIMENTO E PESQUISA
CURSO DE ECONOMIA

**O BANCO CENTRAL PARA ALÉM DA DEFINIÇÃO DA TAXA DE JUROS:
POLÍTICAS MONETÁRIAS NÃO CONVENCIONAIS NO BRASIL PÓS-PANDEMIA**

MAYARA GASPAROTO TONIN

Brasília - DF
2024

MAYARA GASPAROTO TONIN

**O BANCO CENTRAL PARA ALÉM DA DEFINIÇÃO DA TAXA DE JUROS:
POLÍTICAS MONETÁRIAS NÃO CONVENCIONAIS NO BRASIL PÓS-PANDEMIA**

Trabalho de Conclusão do Curso de
Economia do Instituto Brasileiro de Ensino,
Desenvolvimento e Pesquisa (IDP).

Orientador: Prof. Dr. Rafael Curi

Brasília – DF
2024

Resumo: O artigo discute a atuação do Banco Central do Brasil na implementação de políticas monetárias não convencionais em resposta à crise econômica decorrente da pandemia de 2020. A análise de relatórios do Banco Central, atas do Conselho de Política Monetária e dados referentes ao ativo do Banco Central no período indicaram a adoção de medidas de liquidez estendida com o objetivo de expandir a oferta monetária e mitigar os impactos da crise; e *forward guidance* como estratégia para influenciar expectativas de mercado. Embora tenha recebido autorização constitucional para *quantitative easing*, o Banco Central optou por uma abordagem mais conservadora em relação a essa medida, limitando-se à compra de títulos públicos. Com a retomada dos tempos normais, observou-se que as orientações futuras continuaram a fazer parte do repertório do Banco Central, sinalizando uma possível maturidade na forma como a política monetária será conduzida no futuro.

Palavras-chave: Banco Central, política monetária não convencional, liquidez estendida, *quantitative easing*, *forward guidance*.

Classificação JEL: E52, E58, E44, G28, H12.

Abstract: The article discusses the role of Brazil's Central Bank in implementing unconventional monetary policies in response to the economic crisis resulting from the 2020 pandemic. An analysis of Central Bank reports, Monetary Policy Committee meeting minutes, and data on the Central Bank's assets during the period indicated the adoption of extended liquidity measures aimed at expanding the money supply and mitigating the crisis's impact, as well as forward guidance as a strategy to influence market expectations. Although constitutionally authorized to engage in quantitative easing, the Central Bank chose a more conservative approach to this measure, limiting its actions to purchasing government bonds. With the return to normal conditions, it was observed that forward guidance remained part of the Central Bank's repertoire, signaling a possible maturity in how monetary policy will be conducted in the future.

Keywords: Central Bank, unconventional monetary policy, extended liquidity, quantitative easing, forward guidance.

JEL classification: E52, E58, E44, G28, H12.

SUMÁRIO

1. Introdução.....	5
2. Política monetária: instrumentos e transmissão	6
2.1. Política monetária convencional.....	7
2.1.1. Definição da taxa básica de juros.....	7
2.1.2. Operações de mercado aberto	8
2.1.3. Mudanças na taxa de desconto.....	8
2.1.4. Alteração no percentual de depósito compulsório	9
2.2. Política monetária não convencional	9
2.2.1. Taxa de juros negativa sobre depósitos	10
2.2.2. Assistência financeira de liquidez estendida	10
2.2.3. Programa de compra de ativos em larga escala: quantitative easing	11
2.2.4. Orientação futura: forward guidance	11
2.3. Mecanismos de transmissão de política monetária.....	12
2.3.1. Taxa de juros.....	12
2.3.2. Taxa de câmbio.....	12
2.3.3. Preço dos ativos	13
2.3.4. Crédito.....	13
2.3.5. Expectativas	13
3. Tempos de pandemia e políticas monetárias não convencionais	13
3.2. Experiência dos Estados Unidos	14
3.2. Experiência da Europa.....	15
3.3. Experiência da América Latina	16
3.4. Outras experiências	17
4. Caso brasileiro: Banco Central convencional ou não convencional?	18
4.1. Liberação de capital e crédito: liquidez estendida.....	19
4.2. Flexibilização do balanço do Banco Central: quantitative easing.....	20
4.3. Indicativos formais de orientação futura: forward guidance.....	24
5. Considerações finais	27
Referências.....	28

1. Introdução

Os Bancos Centrais dispõem, tradicionalmente, de alguns instrumentos para o seu objetivo fim de estabilização de preços da economia na qual atuam, tais como a taxa de redesconto e as alíquotas das reservas compulsórias sobre os depósitos do sistema bancário. Um deles se destaca e se torna protagonista: as operações de mercado aberto, que dão origem à taxa básica de juros – a Taxa Selic, que é a taxa média praticada nas operações compromissadas com títulos públicos com prazo de um dia útil, e cuja meta é definida pelo Comitê de Política Monetária. Em conjunto, formam as políticas monetárias convencionais.

Os instrumentos de política monetária não convencionais são utilizados em “tempos anormais”,¹ quando as políticas convencionais se tornam ineficazes. São as taxas de juros negativas sobre os depósitos, os programas de assistência financeira de liquidez estendida, os programas de compra de ativos em larga escala (*quantitative easing*) e as orientações futuras a respeito das decisões de política monetária (*forward guidance*).

As políticas não convencionais foram muito utilizadas pelos países desenvolvidos para conter a crise financeira de 2008 e, posteriormente, a crise sanitária e econômica decorrente da pandemia de 2020. Os países em desenvolvimento também lançaram mão dessas políticas, mas seu histórico é menos robusto.

O Brasil não é diferente: não existe grande tradição na utilização de políticas monetárias não convencionais, com exceção das orientações futuras, utilizadas pelo Banco Central entre maio de 2020 e agosto de 2022 e, depois, entre agosto de 2023 e março de 2024. Fato é que, com o advento da crise sanitária e econômica decorrente da pandemia, o Banco Central liberou capital com potencial de aumento no crédito e na liquidez, recebeu

¹ O termo “abnormal times” foi usado por um membro da Diretoria do Banco Central Europeu em palestra no Centro Internacional de Estudos Monetários e Bancários: “Mas, por assim dizer, em tempos anormais, as ferramentas convencionais de política monetária podem se mostrar insuficientes para atingir o objetivo do Banco Central” (SMAGHI, 2009, tradução livre).

autorização para aquisição de ativos emitidos por instituições financeiras diferentes do Tesouro Nacional e passou a inserir indicativos futuros em suas comunicações oficiais.

Diante disso, o objetivo do presente artigo é examinar a disponibilidade e a utilização desses instrumentos pelo Banco Central durante a pandemia e o seu comportamento no período subsequente até os dias atuais. Assim, pretende-se identificar as medidas tomadas e verificar se existe ou não um “novo normal” também na política monetária brasileira, ou seja, se houve adaptação no rol de instrumentos usados pelo Banco Central. Afinal, a pandemia gerou uma espécie de nova normalidade no mundo, com modificações em praticamente todos os âmbitos da vida em sociedade.

Para isso, pretende-se investigar as políticas monetárias não convencionais usadas pela autoridade monetária central durante e após a pandemia de 2020 e analisar se houve mudanças significativas na condução dessas políticas durante o período da pandemia, nos anos de 2020 e 2021, e após o seu término, entre os anos de 2022 e 2024. Além da revisão de literatura, serão examinados dados relacionados aos ativos do Banco Central do Brasil no período objeto de estudo.

O presente artigo será dividido em três capítulos, além desta introdução e da conclusão. O primeiro capítulo tratará de maneira geral e conceitual das políticas monetárias, seus instrumentos e mecanismos de transmissão. O segundo capítulo abordará as experiências de diversos países com políticas monetárias não convencionais durante a pandemia. O terceiro capítulo examinará as políticas não convencionais adotadas pelo Brasil desde 2020, comparando a atuação do Banco Central durante e após a pandemia. Finalmente, a última seção apresentará a conclusão e os comentários finais sobre o estudo.

2. Política monetária: instrumentos e transmissão

A política monetária é um conjunto de decisões tomadas pelo governo, sob a representação institucional autônoma do Banco Central, para controlar a oferta de moeda na economia. Se o Banco Central aumentar a oferta de moeda, haverá uma expansão

monetária; se diminuir, haverá uma contração monetária (BLANCHARD, 2017). Trata-se de uma medida de estabilização econômica, assim como a política fiscal.²

Na prática, há várias formas de controlar a oferta de moeda numa economia, ou seja, existem vários instrumentos de política monetária à disposição das autoridades monetárias. Dependendo das circunstâncias concretas, alguns serão mais ou menos utilizados, em razão da sua maior ou menor eficácia.

2.1. Política monetária convencional

Em “tempos normais”,³ ou seja, quando os Bancos Centrais gerenciam de forma eficaz as condições de liquidez nos mercados monetários e perseguem seu objetivo principal de manter a estabilidade de preços no médio prazo, são utilizados instrumentos de política monetária convencional, que expandem a oferta de moeda e diminuem as taxas de juros, para estabilizar a economia (MISHKIN, 2019).

2.1.1. Definição da taxa básica de juros

A definição da taxa básica de juros é o mecanismo mais comum, ou ao menos o mais conhecido da população, de atuação dos Bancos Centrais. Tanto é que são frequentes as

² A política fiscal é um conjunto de medidas adotadas pelo governo para controlar o orçamento, equilibrando receitas e despesas, com o intuito de garantir estabilidade e crescimento econômico: “suponhamos que o governo decida reduzir o déficit orçamentário e faça isto por meio do aumento de impostos, sem alterar seus gastos. Tal redução do déficit orçamentário é frequentemente chamada de contração fiscal ou consolidação. (Um aumento do déficit – seja devido a um aumento dos gastos do governo, seja devido a uma diminuição dos impostos – é chamado de expansão fiscal)” (BLANCHARD, 2017, p. 102-103).

³ “Atualmente, a política monetária atua principalmente estabelecendo uma meta para a taxa de juros *overnight* no mercado interbancário e ajustando a oferta de dinheiro do banco central a essa meta por meio de operações de mercado aberto. Para minimizar o risco de exposição no balanço do Banco Central, todas as operações de fornecimento de liquidez normalmente ocorrem na forma de transações reversas contra um menu de garantias elegíveis. Em outras palavras, em tempos normais, o Banco Central não está envolvido nem em empréstimos diretos ao setor privado ou ao governo, nem em compras diretas de títulos do governo, dívida corporativa ou outros tipos de instrumentos de dívida. Ao controlar o nível das taxas de juros principais, o Banco Central efetivamente gerencia as condições de liquidez nos mercados monetários e persegue seu principal objetivo de manter a estabilidade de preços no médio prazo. Isso se mostrou uma maneira confiável de fornecer estímulo monetário suficiente à economia durante recessões, de conter pressões inflacionárias durante expansões e de garantir o bom funcionamento dos mercados monetários” (SMAGHI, 2009, tradução livre).

notícias a respeito do movimento da taxa básica de juros da economia (CNN BRASIL, 2024; VALOR ECONÔMICO, 2024a; VALOR ECONÔMICO, 2024b; PODER 360, 2024).

Trata-se da política monetária convencional por excelência, que consiste basicamente na definição de uma meta para a taxa de juros nominal de curto prazo e de como essa meta deverá depender das observações sobre o desempenho econômico agregado (WILLIAMSON, 2017).

2.1.2. Operações de mercado aberto

As operações de mercado aberto são as compras e vendas de títulos realizadas pelo Banco Central que são capazes de alterar a oferta de moeda na economia. Isso porque, “se um Banco Central deseja aumentar o montante de moeda na economia, compra títulos e paga por eles por meio da criação de moeda. Se deseja diminuir o montante de moeda na economia, vende títulos e retira de circulação a moeda que recebe em troca desses títulos” (BLANCHARD, 2017, p. 79).

A compra de títulos e o consequente aumento da quantidade de moeda na economia caracteriza a operação de mercado aberto expansionista, porque a oferta de moeda se expande. Da mesma forma, a venda de títulos e a diminuição do montante de moeda na economia caracteriza a operação de mercado contracionista, porque a oferta de moeda se contrai (BLANCHARD, 2017).

A consequência dessas operações é a alteração na taxa de juros no mercado interbancário de títulos públicos federais. A compra de títulos expande as reservas e a base monetária, aumentando a oferta de dinheiro e reduzindo as taxas de juros de curto prazo. De maneira inversa, a venda no mercado aberto reduz as reservas e a base monetária, diminuindo a oferta de dinheiro e elevando as taxas de juros de curto prazo (MISHKIN, 2019).

2.1.3. Mudanças na taxa de desconto

A taxa de desconto são os juros que o Banco Central cobra para emprestar dinheiro aos bancos comerciais.

A alteração dessa taxa também impacta na quantidade de moeda na economia. O aumento da taxa de desconto deixa o empréstimo mais caro para os bancos, reduzindo a

oferta de crédito para pessoas e empresas. Já a redução da taxa de redesconto deixa o empréstimo mais atraente para os bancos, o que aumenta a quantidade de dinheiro em circulação, porque os bancos têm mais recursos para emprestar para pessoas e empresas (MISHKIN, 2019).

2.1.4. Alteração no percentual de depósito compulsório

O depósito compulsório, que no Brasil atualmente é de 20% (art. 5º da Resolução 145/2021-BACEN), é a parcela do dinheiro dos correntistas que os bancos são obrigados a manter depositada no Banco Central como forma de garantir uma reserva de emergência em caso de crise e de reduzir a exposição dos bancos ao risco de crédito (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2024c).

Eventual alteração no percentual das reservas obrigatórias afeta a oferta de dinheiro, pois modifica o multiplicador da oferta monetária. Assim, um aumento no percentual da reserva compulsória reduz o volume de depósitos que pode ser sustentado por um dado nível de base monetária, levando a uma contração da oferta de dinheiro e a um aumento nos juros. Por outro lado, uma redução no percentual de reserva leva a uma expansão da oferta de dinheiro e a uma queda nas taxas de juros dos títulos públicos (MISHKIN, 2019).

2.2. Política monetária não convencional

Já em “tempos anormais”,⁴ as políticas monetárias convencionais se tornam insuficientes ou ineficazes para se alcançar os objetivos dos bancos centrais. Isso ocorre quando “o sistema financeiro trava a tal ponto que se torna incapaz de alocar capital para usos produtivos, e assim os gastos com investimentos e a economia entram em colapso” (MISHKIN, 2019, p. 427); ou quando há o problema do “limite inferior a zero”, momento em

⁴ Como já mencionado (nota 1), o termo foi usado por um membro da Diretoria do Banco Central Europeu para se referir aos momentos em que os instrumentos de política monetária convencional se mostram ineficientes para atingir os objetivos dos bancos centrais. Em sentido contrário à explicação do Diretor (nota 5), em tempos anormais, os bancos centrais estarão envolvidos em empréstimos diretos ao setor privado ou ao governo, na compra direta de títulos do governo, dívida corporativa ou outros tipos de instrumentos de dívida.

que o banco central é incapaz de diminuir ainda mais sua taxa básica de juros, porque atingiu o limite de zero (MISHKIN, 2019).

Nesses momentos, as autoridades monetárias precisam lançar mão de instrumentos diferentes e não usuais, conhecidos como não convencionais.⁵ Trata-se daquelas políticas que visam diretamente o custo e a disponibilidade de financiamento externo para bancos, famílias e empresas (SMAGHI, 2009).

2.2.1. Taxa de juros negativa sobre depósitos

A taxa de juros negativa sobre os depósitos bancários significa que os bancos comerciais devem pagar para os Bancos Centrais para manter depósitos na instituição. É uma medida destinada a estimular a economia, porque incentiva os bancos a emprestar os depósitos que mantinham no Banco Central, encorajando as famílias e empresas a gastarem mais (MISHKIN, 2019).

No entanto, há dúvidas sobre o seu efeito expansionista. Primeiro, porque os bancos podem simplesmente não emprestar os depósitos mantidos no banco central. Segundo, porque a taxa pode gerar o efeito oposto (contracionista): a cobrança pode tornar a operação mais custosa, porque o banco ainda pagaria juros positivos aos depositantes, diminuindo a sua lucratividade e a propensão ao empréstimo (MISHKIN, 2019).

2.2.2. Assistência financeira de liquidez estendida

Trata-se de programas implementados pelos Bancos Centrais para facilitar empréstimos para os bancos comerciais e prover maior liquidez aos mercados financeiros.

A assistência financeira de liquidez, por si só, não é considerada um instrumento não convencional de política monetária, porque os Bancos Centrais tradicionalmente exercem o papel de “emprestador de última instância”, fornecendo créditos a instituições financeiras em

⁵ “Essas ferramentas não convencionais de política monetária assumem quatro formas: (1) provisão de liquidez, (2) compra de ativos, (3) orientação futura e (4) taxas de juros negativas sobre depósitos bancários em um Banco Central” (MISHKIN, 2019, p. 428, tradução livre).

dificuldades. Mas, em tempos anormais, eles podem criar linhas de empréstimos e ampliar as existentes por meio de flexibilização das condições, aceitando colaterais de baixa qualidade, aumentado prazos, diminuindo custos etc. Inclusive, “algumas operações de AFLE evoluíram ao condicionar os empréstimos ao compromisso de o banco beneficiário emprestar a setores não financeiros específicos da economia”, de modo a “garantir que a liquidez chegasse na ponta da linha para atividades tidas por ele como prioritárias” (RODRIGUES, 2021, p. 20).

2.2.3. Programa de compra de ativos em larga escala: *quantitative easing*

Quantitative easing significa afrouxamento quantitativo ou afrouxamento de crédito, ou seja, a compra em larga escala de ativos pelos bancos centrais, geralmente de dívida pública de longo prazo, mas também de ativos privados, como dívida corporativa ou títulos garantidos por ativos (WILLIAMSON, 2017). É um contraponto às operações de mercado aberto, que normalmente envolvem a compra de títulos públicos de curto prazo.

A intenção por trás dessa medida é diminuir o prêmio sobre os ativos de curto prazo por meio da sua compra em larga escala financiada pela criação de moeda, reduzindo as taxas de empréstimos correspondentes com o objetivo de estimular a atividade econômica (BLANCHARD, 2017). A compra de ativos em larga escala expande sobremaneira o balanço patrimonial do Banco Central, aumentando a base monetária e expandindo a oferta de moeda – o que pode ser um forte estímulo para a economia (MISHKIN, 2019).

Muito embora tenha sido fortemente utilizada na crise financeira de 2008 e na crise decorrente da pandemia em 2020, especialmente por países desenvolvidos, a adoção dessa política monetária ainda é controversa (WILLIAMSON, 2017). Na verdade, “há amplo consenso de que elas atuam de forma mais complicada e menos confiável que a política monetária convencional” (BLANCHARD, 2017, p. 543).

2.2.4. Orientação futura: *forward guidance*

A prática de orientação futura, mais conhecida pelo termo em inglês *forward guidance*, é uma estratégia de administração de expectativas.⁶ Trata-se de um comprometimento expresso do Banco Central com uma política monetária futura com a intenção de gerir expectativas acerca da economia. Por exemplo, ao se comprometer a manter a taxa de juros em zero por período prolongado, o banco central poderia reduzir as expectativas do mercado em relação às taxas de juros de curto prazo futuras, causando a queda da taxa de juros de longo prazo (MISHKIN, 2019).

Há dois tipos de comprometimentos de ações futuras: condicional e não condicional. O segundo é mais forte, porque não sugere que o compromisso será abandonado em determinada circunstância, de modo que é mais provável que tenha um efeito maior nas taxas de juros de longo prazo (MISHKIN, 2019).

2.3. Mecanismos de transmissão de política monetária

Os mecanismos de transmissão da política monetária são os canais por meio dos quais as mudanças nas taxas de juros afetam o comportamento de outras variáveis econômicas, principalmente as variáveis relacionadas a preços e a produto (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2024d).

2.3.1. Taxa de juros

A taxa de juros é o canal de transmissão mais conhecido da política monetária. Quando a taxa básica sobe, as taxas de juros reais também tendem a subir. Por sua vez, a elevação da taxa real de juros pode levar à diminuição de investimentos pelas empresas e à diminuição de consumo, o que tende a reduzir a demanda por bens e serviços da economia, contribuindo para a redução da inflação (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2024c).

2.3.2. Taxa de câmbio

⁶ A estratégia já foi referida como gerenciamento de expectativas, mas ela é mais comumente conhecida como “orientação futura” (MISHKIN, 2019).

Em economias abertas, a taxa de câmbio também é um canal importante de transmissão da política monetária, pois tem influência na valorização da moeda doméstica. Quando a taxa de juros sobe, a moeda doméstica tende a se valorizar, diminuindo o nível de preços dos bens de consumo e insumos no mercado internacional quando expressos em moeda nacional. Além disso, o dólar mais barato desincentiva as exportações e estimula as importações, diminuindo a demanda por bens domésticos e reduzindo a pressão sobre o nível de preço (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2024c).

2.3.3. Preço dos ativos

A política monetária atua também por meio de variações na riqueza dos agentes econômicos. Um aumento na taxa de juros, ao desestimular a atividade econômica e o lucro das empresas, tende a diminuir o preço das ações, desestimulando o consumo e os planos de investimento das famílias (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2024c).

2.3.4. Crédito

O crédito também é um importante mecanismo de transmissão de política monetária. O aumento na taxa de juros estimula o aumento das taxas cobradas por empréstimos bancários, diminuindo o volume de empréstimos a pessoas e empresas, desestimulando o consumo e o investimento (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2024c).

2.3.5. Expectativas

Por fim, a política monetária é transmitida para a economia real por meio das expectativas. A alteração da taxa de juros pode mudar as expectativas das pessoas e empresas quanto à evolução da economia. O aumento da taxa básica sinaliza um nível de atividade mais contido no futuro, de modo que famílias e empresas passam a acreditar que a inflação estará mais baixa no futuro. Com isso, os preços definidos hoje tendem a aumentar menos, pois se sabe que as condições econômicas futuras não permitirão aumentos maiores de preços (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2024c).

3. Tempos de pandemia e políticas monetárias não convencionais

É público e notório que a pandemia foi um tempo anormal. Não há precedentes na história recente para os impactos na economia e na vida em sociedade (IPEA, 2020): houve

uma crise sanitária mundial, com propagação rápida e global, alta mortalidade e sistemas de saúde sobrecarregados; medidas de contenção inéditas, como lockdowns, isolamento e distanciamento social, e uso de máscaras; uma recessão global, com desemprego em massa e intensa intervenção governamental; mudanças no estilo de vida e trabalho, com implementação de trabalho remoto, educação à distância, novas formas de consumo; impactado psicológico, em razão do medo e da ansiedade; resposta científica e médica imediatas, com desenvolvimento acelerado de vacinas e colaboração global; e mudanças políticas e sociais, como polarização política e mudança na governança mundial (MCKINSEY & COMPANY, 2021).

E tempos anormais demandam respostas e soluções anormais, ou seja, que podem ir além da convencionalidade dos instrumentos disponíveis. Diante disso, as políticas monetárias não convencionais, que foram muito utilizadas especialmente pelos países desenvolvidos para conter a crise econômica de 2008 (KUTTNER, 2018), foram usadas para conter a crise sanitária generalizada decorrente da pandemia de 2020 (PAULA; SARAIVA; FERREIRA, 2022).

3.2. Experiência dos Estados Unidos

Em março de 2020, além de cortar a taxa de juros e de redesconto, o Banco Central dos EUA (FED) iniciou um programa de *quantitative easing*, que ficou conhecido como QE4, em referência aos três anteriores, implementados em decorrência da crise financeira de 2008.⁷ Anunciou “compras de USD 500 bilhões em títulos soberanos e de USD 200 bilhões em MBS, totalizando pelo menos USD 700 bilhões em um programa de compra de ativos

⁷ “Nos Estados Unidos, o Fed iniciou seu primeiro programa de afrouxamento quantitativo em novembro de 2008, antes mesmo de atingir o limite inferior zero. No que se tornou conhecido como Afrouxamento Quantitativo 1 (QE1, da expressão em inglês “*quantitative easing*”), o Fed começou a comprar certos tipos de títulos garantidos por créditos hipotecários. (...) Ao comprar esses títulos, o Fed diminuiu seu prêmio e limitou o efeito sobre o sistema financeiro e sobre os gastos. O segundo programa de afrouxamento quantitativo, conhecido como QE2, teve início em novembro de 2010, quando o Fed começou a comprar títulos do Tesouro de prazos mais longos com o objetivo de diminuir o prêmio sobre esses títulos. O terceiro programa de afrouxamento quantitativo, QE3, iniciou-se em setembro de 2021, com a compra adicional de títulos garantidos por créditos hipotecários, para baixar o custo das hipotecas e ajudar ainda mais o mercado imobiliário a se recuperar” (BLANCHARD, 2017, p. 543).

em larga escala” (RODRIGUES, 2021, p. 12). Em seguida, estendeu o QE4, comprometendo-se com compras de títulos, inclusive privados, “em montante necessário para dar suporte ao funcionamento regular dos mercados e a transmissão eficaz da política monetária” (RODRIGUES, 2021, p. 28), o que ficou conhecido como “QE Infinito”. Com isso, o ativo do FED saltou de USD 4,3 trilhões em 11 de março de 2020 para USD 7 trilhões em 20 de maio de 2020 (RODRIGUES, 2021).

O FED também atuou por meio de assistência financeira de liquidez estendida, via operações compromissadas, comprando títulos de instituições financeiras com o compromisso de revendê-los às mesmas instituições no curto prazo. Inicialmente ampliou em USD 1,5 trilhão a linha disponível para essas operações e depois em mais USD 500 bilhões (RODRIGUES, 2021). Além disso, o FED lançou e criou diversos programas de acesso de crédito: Primary Dealer Credit Facility; Money Market Mutual Fund Liquidity Facility; Paycheck Protection Program Lending Facility; Commercial Paper Funding Facility; Primary Market Corporate Credit Facility; Secondary Market Corporate Credit Facility; Term Asset-Backed Securities Loan Facility; Main Street Lending Program; Municipal Liquidity Facility (RODRIGUES, 2021).

Até setembro de 2020, o FED gastou USD 207 bilhões em programas de estímulo emergencial de crédito, o que representa cerca de 8% do total despendido com o QE4, que somou USD 2,7 trilhões na mesma data (RODRIGUES, 2021).

3.2. Experiência da Europa

Em março de 2020, o Banco Central Europeu (BCE) lançou um programa de compra de ativos, que permitiu flutuações nos volumes de compras ao longo do tempo, entre classes de ativos e entre jurisdições, além de ampliar o conjunto de ativos em comparação ao programa então existente. As compras do programa totalizaram cerca de 19,7% do PIB nominal da área do euro em 2019. Foram €1,850 bilhões no total, compreendendo o pacote inicial de €750 bilhões anunciado em março de 2020 e pacotes adicionais subsequentes de €600 bilhões em junho de 2020 e €500 bilhões em dezembro de 2020. Incluíram títulos dos setores público e privado. O BCE descontinuou as compras do programa em março de 2022 (BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, 2023).

Os bancos centrais dos países europeus, integrantes ou não da União Europeia, também implementaram políticas não convencionais.

No Reino Unido, em março de 2020, o Banco Central anunciou uma redução da taxa básica de juros de curto prazo para 0,1% a.a. e se comprometeu a alocar mais £200 bilhões para compras de títulos públicos soberanos de médio-longo prazos. Em junho de 2020, anunciou mais £100 bilhões destinados a compras de títulos soberanos (RODRIGUES, 2021).

Na Suécia, em março de 2020, o Banco Central, que já realizava compras de ativos em larga escala desde 2015, aumentou seu programa de compras de títulos governamentais, inclusive emitidos por municipalidades suecas, em 300 bilhões de coroas suecas (RODRIGUES, 2021).

Na Hungria, o Banco Central não definiu um valor alvo de compra, mas afirmou que realizaria uma revisão técnica ao atingir um aumento de HUF 1.000 bilhões (EUR 2,83 bilhões), cerca de 2,1% do PIB em 2019. Em novembro de 2020, decidiu continuar as compras e realizar a próxima revisão ao atingir HUF 2.000 bilhões. Em abril de 2021, decidiu novamente continuar as compras e realizar a próxima revisão ao atingir HUF 3.000 bilhões. Encerrou o programa em dezembro de 2021. O estoque total de títulos adquiridos pelo Banco Central totalizou HUF 3.650 bilhões, aproximadamente 7,5% do PIB da Hungria em 2019 (BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, 2023).

3.3. Experiência da América Latina

Os países da América Latina também implementaram políticas monetárias não convencionais durante a crise decorrente da pandemia, muito embora essas políticas tenham sido mais modestas e temporárias (PAULA; SARAIVA; FERREIRA, 2022).

No México, o Banco Central comprou títulos de dívida pública de longo prazo (10 anos ou mais) em troca de títulos de curto prazo com vencimentos de até três anos (operações twist), no valor de MXN 14,98 bilhões (cerca de 0,1% do PIB de 2019 ou USD 0,6 bilhão). Em abril de 2020, houve a troca de títulos no valor de MXN 4,615 bilhões (USD 0,2 bilhão). Em julho de 2020, houve mais uma operação no valor de MXN 10,365 bilhões (USD 0,4 bilhão) (BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, 2023).

No Chile, em março de 2020, o Banco Central reduziu a taxa de juros para o seu mínimo técnico (0,5%) e lançou um programa de compra de títulos bancários para todos os participantes do sistema de operações de mercado aberto. O programa totalizou USD 4 bilhões, e o ritmo das compras foi comunicado mensalmente. Em junho de 2020, o Banco Central incluiu no programa a recompra de seus próprios títulos, no valor de até USD 1,5 bilhão, com compras semanais de USD 375 milhões. Uma segunda rodada foi aprovada em dezembro de 2020, e uma terceira em maio de 2021. No total, o programa totalizou quase USD 50 bilhões, o que representa 20% do PIB de 2020 (BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, 2023).

Na Colômbia, em março e abril de 2020, o Banco Central comprou COP 8,7 trilhões (0,8% do PIB de 2019) em títulos de dívida emitidos por instituições de crédito, com classificação superior a grau A e prazo de vencimento inferior a três anos. Também anunciou que compraria até COP 4 trilhões (0,4% do PIB) de títulos públicos, mas como as condições de mercado se recuperaram rapidamente, essas compras foram limitadas a COP 2,8 trilhões, cerca de 0,3% do PIB (BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, 2023).

3.4. Outras experiências

No Japão, o Banco Central anunciou, em março de 2020, que incrementaria seu programa de compras de títulos públicos em JPY 80 trilhões por ano. Também se comprometeu a aumentar em JPY 12 trilhões por ano o ritmo de compras de fundos de índice, em JPY 180 bilhões anuais a compra de fundos imobiliários e em JPY 2 trilhões as compras de títulos privados de empresas japonesas no mercado local. Em de abril de 2020 ampliou de forma significativa o afrouxamento monetário, “sem definição de limite superior”, do seu programa de compras ativas de títulos soberanos e aumentou para JPY 20 trilhões o ritmo de compras de títulos privados (RODRIGUES, 2021).

No Canadá, em março de 2020, o Banco Central comunicou a redução da taxa básica de juros de curto prazo para 0,25% a.a. e lançou dois novos programas: um de compra de títulos privados e um de compra em larga escala de títulos governamentais no mercado secundário a um ritmo de 5 bilhões de dólares canadenses por semana. Em abril de 2020 introduziu um novo programa voltado para os títulos privados, com orçamento total disponível de 10 bilhões de dólares canadenses, sendo que os títulos deveriam ter

maturidade remanescente de até 5 anos e *rating* de crédito mínimo BBB ou equivalente. Em julho de 2020, o Banco Central comunicou que daria continuidade ao programa, mantendo o programa de compras de títulos públicos ao nível de, pelo menos, 5 bilhões de dólares canadenses por semana (RODRIGUES, 2021)

Na Austrália, também em março de 2020, o Banco Central anunciou a redução da taxa básica de juros para 0,25% a.a. e um programa de compra de títulos governamentais em larga escala no mercado secundário sem limite especificado de forma que a maturidade do título público de 3 anos atingisse o mesmo patamar de 0,25% a.a. Em novembro de 2020 comunicou nova redução de juros de curto prazo para 0,1% a.a., a manutenção das compras de títulos públicos e mais 100 bilhões de dólares australianos em compras de títulos governamentais de maturidades maiores, de 5 a 10 anos (RODRIGUES, 2021).

4. Caso brasileiro: Banco Central convencional ou não convencional?

Com a crise econômica decorrente da pandemia, durante o ano de 2020, o Banco Central do Brasil, que é uma autarquia federal de natureza especial,⁸ diminuiu drasticamente a taxa básica de juros (que chegou ao mínimo histórico de 2%), implementou medidas que aumentaram o crédito e a liquidez da população, recebeu autorização constitucional para aquisição de ativos emitidos por instituições financeiras privadas e passou a inserir indicativos futuros em suas comunicações oficiais.

Neste capítulo, parte central do presente trabalho, serão descritos cada um desses instrumentos de política monetária não convencional e examinada a forma como foram ou não implementados no Brasil para enfrentar a crise decorrente da pandemia. Como será

⁸ Uma autarquia especial “é uma pessoa jurídica de direito público, instituída para desempenhar atividades administrativas sob regime de direito público, criada por lei que determina o grau de sua autonomia em face da Administração direta” (JUSTEN FILHO, 2024). O fato de ser especial significa “graus mais intensos de autonomia”, ou seja, não está submetida, “no exercício de suas competências, à interferência de outros entes administrativos” (JUSTEN FILHO, 2024). O Banco Central está formalmente vinculado ao Ministério da Economia, e a sua independência foi ampliada com a Lei Complementar 179/2021, que o tornou uma entidade autônoma, com mandatos fixos para seus dirigentes (art. 4^a). Isso impede a substituição imediata da diretoria em caso de mudanças no governo, garantindo mais estabilidade na política monetária. No entanto, a sua autonomia não é absoluta, pois o governo pode influenciar indiretamente suas operações através da formulação de metas de inflação.

demonstrado, a experiência do Brasil foi diferente da observada nos demais países, que implementaram não só políticas de aumento e flexibilização de crédito, como também aumentaram quantitativamente e qualitativamente os balanços dos seus bancos centrais.

4.1. Liberação de capital e crédito: liquidez estendida

Em março de 2020, o Banco Central do Brasil lançou um pacote de medidas para aumentar a liquidez financeira do Sistema Financeiro Nacional em cerca de USD 300 bilhões (R\$ 1,2 trilhão) para tentar mitigar os efeitos da pandemia (FINANCIAL TIMES, 2020a).

A expectativa do Banco Central era que tais medidas de liberação de capital tivessem um potencial de expansão de R\$ 1,16 trilhão no volume de crédito da economia (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020a).

O pacote de assistência de liquidez estendida incluiu 8 medidas: (i) a redução do depósito compulsório, com a diminuição da alíquota de 25% para 17%; (ii) a criação de um novo depósito a prazo com garantias especiais vinculadas ao Fundo Garantidor de Créditos; (iii) a flexibilização do percentual de lastro na captação de LCA e de reinvestimento do valor captado com atividades afins; (iv) a permissão para o Banco Central conceder empréstimos a instituições financeiras com equivalência em títulos de dívida privada (debêntures); (v) o aumento do percentual de recompra de letras financeiras pelos próprios bancos emissores de 5% para 20%; (vi) a desobrigação para os bancos de dedução do seu capital dos efeitos tributários das operações de proteção contra a variação cambial em investimentos em participações no exterior; (vii) a permissão de operações compromissadas com lastro em títulos públicos federais por prazo de até um ano; (viii) e a redução do *spread* do nivelamento de liquidez, diminuindo a “taxa punitiva” que as instituições financeiras pagam diariamente para equacionar eventuais desequilíbrios momentâneos de liquidez (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020b).

Segundo o Relatório Integrado do Banco Central daquele ano, “o impacto desse conjunto de medidas foi de aproximadamente R\$270 bilhões” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020b, p. 108). Somente em relação ao novo depósito a prazo com garantias especiais, “até 31 de dezembro de 2020, 75 instituições financeiras haviam emitido DPGE, cujo estoque total alcançou R\$24,2 bilhões, principalmente bancos pequenos e médios e

sociedades de crédito, financiamento e investimento” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020b, p. 108).

Ademais, essas medidas “resultaram em uma liberação de capital com potencial de aumento no crédito de até 20% do PIB e na liberação de liquidez equivalente a 17,5% do PIB” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020b, p. 73).

4.2. Flexibilização do balanço do Banco Central: *quantitative easing*

A atuação expressiva do Banco Central por meio de políticas de liberação de capital e crédito não se repetiu no âmbito das medidas relacionadas à flexibilização do seu balanço por meio da compra de ativos em larga escala.

No Brasil, o Banco Central tem autorização constitucional para “comprar e vender títulos de emissão do Tesouro Nacional, com o objetivo de regular a oferta de moeda ou a taxa de juros” (art. 164, §2º, da CF/88).⁹

Assim, no começo da pandemia, em março de 2020, o Tesouro Nacional realizou leilões simultâneos de compra e venda de títulos da dívida pública, que resultaram em compras líquidas totalizando R\$ 33,1 bilhões (USD 6,4 bilhões). Do montante total adquirido, 77% eram títulos de longo prazo indexados à inflação, e o restante eram NTN-F e LTN, com taxas pré-fixadas (BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, 2023).

⁹ Destaca-se que nem todos os bancos centrais possuem a mesma natureza jurídica, de modo que as competências e atribuições específicas dependem do ordenamento jurídico de cada país. Isso impacta diretamente na tomada de decisões relacionadas à política monetária. Ou seja, o contexto jurídico-político no qual o Banco Central do Brasil está inserido deve ser levado em conta em eventuais comparações com outros países. O Banco Central dos EUA, por exemplo, é uma entidade híbrida, composta por uma rede de doze bancos regionais e o Conselho de Governadores. Foi criado por lei em 1913 como uma instituição independente dentro do governo federal, mas não integra o executivo. É uma entidade autônoma, com uma combinação de governança pública e privada. Possui alta autonomia operacional: embora seus dirigentes sejam nomeados pelo Presidente dos EUA e confirmados pelo Senado, ele não depende do orçamento público e suas decisões sobre política monetária são independentes (FEDERAL RESERVE, 2024). Já o Banco Central Europeu (BCE) foi criado pelo Tratado de Maastricht de 1992 e começou a operar em 1999. É uma instituição supranacional da União Europeia e tem um papel central na condução da política monetária da Zona do Euro. É independente dos governos nacionais dos Estados-membros da União Europeia e tem grande autonomia: ele não depende financeiramente de nenhum governo nacional, que também não pode influenciar suas decisões monetárias (BANCO CENTRAL EUROPEU, 2024).

Mas em maio de 2020, foi aprovada pelo Congresso a Emenda Constitucional nº 106/2020, que permitiu à União adotar “regime extraordinário fiscal, financeiro e de contratações para atender às necessidades dele decorrentes, somente naquilo em que a urgência for incompatível com o regime regular” (art. 1º). A medida previu uma série de flexibilizações em razão da crise sanitária decorrente da pandemia.

Por meio dessa medida excepcional, o Banco Central foi autorizado a operar nos mercados secundários nacional e internacional de títulos públicos, bem como no mercado secundário nacional de títulos privados. Confira-se a redação do art. 7º, I e II, da Emenda:

Art. 7º. O Banco Central do Brasil, limitado ao enfrentamento da calamidade pública nacional de que trata o art. 1º desta Emenda Constitucional, e com vigência e efeitos restritos ao período de sua duração, fica autorizado a comprar e a vender:

I - títulos de emissão do Tesouro Nacional, nos mercados secundários local e internacional; e

II - os ativos, em mercados secundários nacionais no âmbito de mercados financeiros, de capitais e de pagamentos, desde que, no momento da compra, tenham classificação em categoria de risco de crédito no mercado local equivalente a BB- ou superior, conferida por pelo menos 1 (uma) das 3 (três) maiores agências internacionais de classificação de risco, e preço de referência publicado por entidade do mercado financeiro acreditada pelo Banco Central do Brasil.

Como a própria Emenda previu que ela “ficará automaticamente revogada na data do encerramento do estado de calamidade pública reconhecido pelo Congresso Nacional” (art. 11), essa autorização não está mais vigente. Ou seja, o Banco Central foi autorizado a praticar *quantitative easing* de forma provisória e transitória, até o fim do estado de calamidade pública decorrente da pandemia.

Entretanto, o Banco Central resistiu a atuar de forma não convencional. Em junho de 2020, um pouco depois da aprovação da Emenda Constitucional, o então Presidente do Banco Central, Roberto Campos Neto, afirmou que a mudança tinha mais a intenção de estabilizar o mercado do que ser uma forma alternativa de política monetária. Segundo ele, usar a política monetária não convencional antes de exaurir a política convencional criaria ruído e o Banco Central perderia credibilidade (FINANCIAL TIMES, 2020b).

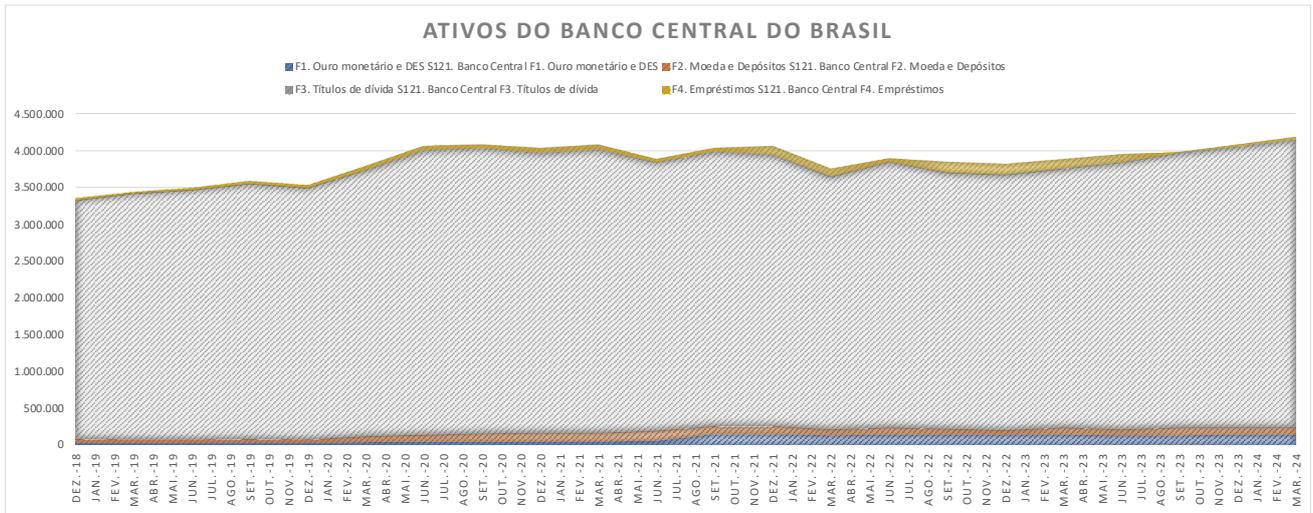
Naquele momento, o então Diretor de Política Monetária do Banco Central, Fábio Kanczuk, também afirmou que havia formas mais eficientes de agir por meio da curva de juros. Para ele, o *quantitative easing* poderia refletir em outros ativos financeiros, como o câmbio. O Banco Central diminuiria o retorno esperado para ativos domésticos em relação a outros mercados, o que poderia tornar o real menos atraente para investidores, causando a sua desvalorização (SUNO, 2020).

Outros países da América Latina, como Chile e Colômbia, preocuparam-se com os efeitos da injeção de liquidez, que “também beneficia o setor público com suas necessidades de financiamento, movendo para o mercado de dívida pública os investidores que estavam no mercado de bônus privados” (EL PAÍS, 2020). Isso, contudo, não os impediu de implementarem o *quantitative easing*, que entenderam ser o momento ideal para a medida.

De qualquer modo, no caso do Brasil, a autorização constitucional para a compra de títulos privados pelo Banco Central, por si só, causou um impacto imediato nos preços de mercado e na liquidez, reduzindo a necessidade de intervenção concreta da autoridade monetária (BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, 2023). A inflação acumulada no Brasil em 2020 foi de 4,52%, apenas um pouco acima da meta, que era de 4,00% (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2024b).

Porém, muito embora não tenham sido adquiridos títulos privados – com potencial estimado pelo Presidente do Banco Central na época em quase R\$ 1 trilhão (USD 170 bilhões), incluindo debêntures e empréstimos imobiliários, mas não ações ou fundos de investimento –, o Banco Central “realizou negociação de títulos públicos com vencimentos acima de 5 anos, trazendo similaridade com a política monetária de QE adotada por outros países”, o que, contudo, “gerou efeitos similares a políticas monetárias expansionistas convencionais” (LIMA, 2023).

Um recorte mais recente dos dados de ativos do Banco Central corrobora com esse cenário: mostra um aumento na quantidade de títulos de dívida pública nos últimos anos, com destaque para um pico entre janeiro e junho de 2020, abrangendo justamente o início da pandemia, conforme o gráfico abaixo.



Fonte: elaboração própria.

Contudo, apesar de o Banco Central ter adquirido um grande volume de títulos públicos no período da pandemia, não é possível afirmar que o Brasil implementou uma política monetária não convencional de *quantitative easing*. De todo modo, no mesmo período não houve variações drásticas no nível de inflação (IBGE, 2024):



Fonte: IBGE (histórico da variação mensal).

Portanto, mesmo sem implementar o *quantitative easing*, como fez a grande maioria dos países do mundo, o Banco Central do Brasil não deixou de cumprir sua função primordial de estabilização de preços da economia.

4.3. Indicativos formais de orientação futura: *forward guidance*

Muito embora o Banco Central não tenha utilizado o aval constitucional para a flexibilização do seu balanço por meio da compra de ativos privados, ele utilizou outro instrumento de política monetária não convencional: incluiu diversas orientações futuras nos seus comunicados oficiais durante e após a pandemia.

Considerando o período de fevereiro de 2020 a setembro de 2024, ocorreram 38 reuniões do Comitê de Política Monetária, sendo que em 25 delas foram adotadas orientações futuras relacionados à política monetária e à taxa básica de juros (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2024a). Em outras palavras, num período de cerca de três anos e meio, mais da metade das decisões de política monetária do Banco Central envolveu o uso do *forward guidance*.

A primeira orientação futura ocorreu em maio de 2020, quando o Copom reduziu a taxa básica de juros de 3,75% para 3,00% e indicou que “para a próxima reunião, condicional ao cenário fiscal e à conjuntura econômica, o Comitê considera um último ajuste, não maior do que o atual, para complementar o grau de estímulo necessário como reação às consequências econômicas da pandemia da Covid-19” (ata da 230ª reunião).

A partir desse momento houve indicativos futuros em todas as reuniões do Copom até agosto de 2022, mesmo após a indicação expressa, em janeiro de 2021, de que o instrumento não mais seria utilizado.

Em junho de 2020, o Copom diminuiu a taxa de juros para 2,25% e indicou que, “para as próximas reuniões, o Comitê vê como apropriado avaliar os impactos da pandemia e do conjunto de medidas de incentivo ao crédito e recomposição de renda, e antevê que um eventual ajuste futuro no grau de estímulo monetário será residual” (ata da 231ª reunião).

Em agosto de 2020, com uma diminuição da taxa básica para 2,00%, o Copom indicou que, “não antevê reduções no grau de estímulo monetário, a menos que as expectativas de inflação, assim como as projeções de inflação de seu cenário básico, estejam suficientemente próximas da meta de inflação para o horizonte relevante de política monetária” (ata da 232ª reunião).

Apenas em setembro de 2020, quando decidiu manter a taxa de juros em 2,00%, o Copom indicou expressamente que usaria o instrumento de política monetária não convencional de *forward guidance*: “De forma a prover o estímulo monetário considerado adequado para o cumprimento da meta para a inflação, mas mantendo a cautela necessária por razões prudenciais, o Copom considera apropriado manter uma “prescrição futura” (isto é, um “forward guidance”) como um instrumento de política monetária adicional” (ata da 233ª reunião). Após essa explicação conceitual, registrou a mesma orientação condicional da reunião anterior.

Em outubro de 2020, com a manutenção da taxa básica de juros em 2,00%, o Copom indicou que “não pretende reduzir o grau de estímulo monetário desde que determinadas condições sejam satisfeitas”, consideradas naquele momento como satisfeitas (ata da 234ª reunião). Em dezembro de 2020 o cenário foi reproduzido: houve a manutenção da taxa de juros e a indicação de que o Copom “não pretende reduzir o grau de estímulo monetário desde que determinadas condições sejam satisfeitas” (ata da 235ª reunião).

Em janeiro de 2021, o Copom anunciou que não mais usaria o instrumento de política monetária não convencional de orientações futuras: “o forward guidance deixa de existir e a condução da política monetária seguirá, doravante, a análise usual do balanço de riscos para a inflação prospectiva” (ata da 236ª reunião). Destacou também que “o fim do forward guidance não implica mecanicamente uma elevação da taxa de juros, pois a conjuntura econômica continua a prescrever, neste momento, estímulo extraordinariamente elevado frente às incertezas quanto à evolução da atividade”.

Mas o comunicado não foi cumprido. Em março de 2021, ao elevar a taxa de juros para 2,75%, o Copom indicou que “para a próxima reunião, a menos de uma mudança significativa nas projeções de inflação ou no balanço de riscos, o Comitê antevê a continuação do processo de normalização parcial do estímulo monetário com outro ajuste da mesma magnitude” (ata da 237ª reunião).

Em maio de 2021, o Copom elevou a taxa de juros para 3,50% e voltou a indicar que, “para a próxima reunião, o Comitê antevê a continuação do processo de normalização parcial do estímulo monetário com outro ajuste da mesma magnitude” (ata da 238ª reunião).

O mesmo ocorreu nas reuniões seguintes. Em junho de 2021, houve mais um aumento da taxa de juros para 4,25% com o indicativo de que, “para a próxima reunião, o Comitê antevê a continuação do processo de normalização monetária com outro ajuste da mesma magnitude” (ata da 239ª reunião). Nas reuniões de agosto, setembro, outubro e dezembro de 2021, houve altas da taxa de juros até 9,25% e indicativos de que, “para a próxima reunião, o Comitê antevê outro ajuste da mesma magnitude” (atas das 240ª, 241ª, 242ª e 243ª reuniões).

Em fevereiro de 2022, o Copom decidiu por mais uma elevação na taxa básica para 10,75% e indicou que, “em relação aos seus próximos passos, o Comitê antevê como mais adequada, neste momento, a redução do ritmo de ajuste da taxa básica de juros” (ata da 244ª reunião).

Mas, em março de 2022, a taxa básica foi novamente elevada para 11,75% com a indicação de que, “para a próxima reunião, o Comitê antevê outro ajuste da mesma magnitude” (ata da 245ª reunião). Em maio de 2022, a taxa de juros sofreu mais um aumento para 12,75% e houve a indicação de que, “para a próxima reunião, o Comitê antevê como provável uma extensão do ciclo com um ajuste de menor magnitude” (ata da 246ª reunião).

Em junho de 2022, o Copom aumentou a taxa de juros para 13,25% e indicou que, “para a próxima reunião, o Comitê antevê um novo ajuste, de igual ou menor magnitude” (ata da 247ª reunião). Em agosto de 2022, houve mais um aumento para 13,75% com o indicativo de que “o Comitê avaliará a necessidade de um ajuste residual, de menor magnitude, em sua próxima reunião” (ata da 248ª reunião).

Um ano depois, em agosto de 2023, após um período sem indicativos e com a taxa de juros no mesmo patamar, o Copom decidiu não só diminuir a taxa como voltou a incluir orientações futuras nas atas de suas reuniões. Sem anúncio prévio, diminuiu a taxa básica para 13,25% e indicou que, “em se confirmando o cenário esperado, os membros do Comitê, unanimemente, antevêem redução de mesma magnitude nas próximas reuniões” (ata da 256ª reunião).

Em setembro, novembro, dezembro de 2023 e janeiro de 2024, houve a diminuição gradual da taxa de juros para 11,25% e indicações de que, “em se confirmando o cenário

esperado, os membros do Comitê, unanimemente, antevêm redução de mesma magnitude nas próximas reuniões” (ata das 259^a e 260^a reuniões).

Da mesma forma, em março de 2024, houve mais uma diminuição da taxa básica para 10,75% com a indicação de que “os membros do Comitê, unanimemente, optaram por comunicar que antevêm, em se confirmando o cenário esperado, redução de mesma magnitude na próxima reunião” (ata da 261^a reunião).

Em maio de 2024, como esperado, houve a redução da taxa básica de juros para 10,50%, sem indicativos de orientação futura (ata da 262^a reunião).

Em junho de 2024, a taxa de juros foi mantida inalterada, apenas com a indicação de que “o Comitê, unanimemente, optou por interromper o ciclo de queda de juros” (ata da 263^a reunião). Assim, em julho de 2024, a taxa de juros foi novamente mantida inalterada (ata da 264^a reunião).

Contudo, em setembro de 2024, a taxa de juros foi elevada para 10,75% (ata da 265^a reunião).

Diante disso, é possível identificar dois períodos de utilização do *forward guidance* pelo Banco Central: o primeiro deles ocorreu entre maio de 2020 e agosto de 2022, no período da pandemia, e o segundo ocorreu entre agosto de 2023 e março de 2024, no período pós pandemia.

Portanto, o *forward guidance* foi amplamente utilizado pelo Banco Central não somente em tempos anormais, mas também em tempos normais. Pode-se afirmar, assim, que a autoridade monetária incorporou a prática não convencional de orientação futura aos seus instrumentos convencionais. Ou, ao menos, que dispensou a necessidade de justificativas relacionadas a um contexto “anormal” para o seu uso.

5. Considerações finais

O presente artigo pretendeu investigar a atuação do Banco Central do Brasil durante e após a pandemia de 2020, com foco nas políticas monetárias não convencionais. Para isso, abordou a política monetária convencional e explicou os seus instrumentos, tais como a taxa básica de juros, operações de mercado aberto, mudanças na taxa de desconto e alterações nos depósitos compulsórios. Focou nas medidas alternativas e explicou as

políticas monetárias não convencionais, como a implementação de taxas de juros negativas, assistência financeira de liquidez estendida, programas de compra de ativos em larga escala (*quantitative easing*) e orientações futuras de política monetária (*forward guidance*). Em seguida, tratou da experiência de diversos países com política monetária não convencional, detalhando sobretudo os programas de assistência financeira e de compra de ativos.

No último capítulo, parte central da pesquisa, foram detalhadas as medidas adotadas pelo Banco Central do Brasil a partir do período da pandemia: pacote de oito medidas para aumentar a liquidez financeira do Sistema Financeiro Nacional com potencial de aumento no crédito de até 20% do PIB e na liberação de liquidez equivalente a 17,5% do PIB; e *forward guidance* entre maio de 2020 e agosto de 2022 e entre agosto de 2023 e março de 2024. Identificou-se que, muito embora tenha recebido autorização constitucional para implementar temporariamente o *quantitative easing*, o Banco Central optou por seguir apenas com a compra de títulos públicos.

Portanto, em comparação com outros países, inclusive da América Latina, o Brasil foi mais conservador na implementação de programas como o *quantitative easing*, sendo o único país da amostra a não se utilizar da medida. Entretanto, lançou mão de políticas não convencionais como a criação de programas de liquidez estendida e inserção de *forward guidance* nos comunicados oficiais. Inclusive, mesmo com a retomada dos tempos normais, este instrumento continuou a fazer parte do repertório do Banco Central, sinalizando uma possível maturidade na forma como a política monetária será conduzida no futuro e confirmando a declaração de Ben Bernanke na Associação Econômica Americana sobre ainda termos muito a aprender sobre qual é a melhor maneira de fazer a política monetária e responder às ameaças à estabilidade financeira nesses novos tempos.

Referências

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Atas do Comitê de Política Monetária – COPOM**. Todas as publicações, 2024. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/cronologicos> (acesso em 23.10.2024).

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **BC anuncia medidas que liberam R\$ 1,2 trilhão para a economia**, 23.03.2020. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/detalhenoticia/428/noticia> (acesso em 21.10.2024).

BANCO CENTRAL DO BRASIL, **Histórico das metas de inflação**, 2024. Disponível em <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicometas> (acesso em 04.12.2024).

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Mecanismos de transmissão da política monetária**, 2024. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/transmissaopoliticamonetaria> (acesso em 21.10.2024).

BANCO CENTRAL DO BRASIL, **Recolhimentos compulsórios**, 2024. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/recolhimentoscompulsorios> (acesso em 21.09.2024).

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório Integrado**, 2020. Disponível em <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/relatoriointegrado2020> (acesso em 26.08.2024).

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Sistema Gerenciador de Séries Temporais – SGS**, Mercados financeiros e de capitais, Estatísticas de títulos. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries> (acesso em 20.09.2024).

BANCO CENTRAL EUROPEU. **Sobre o BCE**. <https://www.ecb.europa.eu/ecb/all-about-us/html/index.pt.html> (acesso em 20.10.2024).

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. **Central Bank asset purchases in response to the COVID-19 crises**, CGFS Papers, nº 68, March 2023.

BLANCHARD, Olivier. **Macroeconomia**. 7ª ed. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2017.

CNN BRASIL, **“FED mantém taxas de juros inalteradas no nível mais alto em 23 anos pela sexta reunião consecutiva”**. 01.05.2024. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/macroeconomia/fed-mantem-taxas-de-juros->

[inalteradas-no-nivel-mais-alto-em-23-anos-pela-sexta-reuniao-consecutiva/](#) (acesso em 30.05.2024).

EL PAÍS. **Magnitude da crise empurra vários bancos centrais latino-americanos para território desconhecido**, 19.05.2020. Disponível em: <https://brasil.elpais.com/economia/2020-05-19/magnitude-da-crise-empurra-varios-bancos-centrais-latino-americanos-para-territorio-desconhecido.html> (acesso em 23.20.2024).

EXAME, **Bernanke diz que FED deve cogitar subida de juro**, 10.10.2010. <https://exame.com/economia/bernanke-diz-fed-deve-cogitar-subida-juro-523173/> (acesso em 23.10.2024).

FEDERAL RESERVE SYSTEM. **About the FED**. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed.htm> (acesso em 23.10.2024).

FINANCIAL TIMES. **Brazil approves quantitative easing to fight coronavirus woes**, Brazilian Economy, 07.05.2020. Disponível em: <https://www.ft.com/content/42328c4a-3e35-4d3a-bc94-7ee77acda8ff> (acesso em 23.10.2024).

FINANCIAL TIMES. **Brazil central bank chief resists using new QE powers**, Brazilian Economy, 08.06.2020. Disponível em: <https://www.ft.com/content/e6eb0759-3a14-47ec-9835-a0b5d509b97c> (acesso em 23.10.2024).

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE), **IPCA – Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo**, Séries históricas, 2024. Disponível em: https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/precos-e-custos/9256-indice-nacional-de-precos-ao-consumidor-amplo.html?t=series-historicas&utm_source=landing&utm_medium=explica&utm_campaign=inflacao#plano-real-mes (acesso em 04.12.2024).

JUSTEN FILHO, Marçal. **Curso de direito administrativo**. 15 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2024.

KUTTNER, Kenneth N. **Outside the Box: Unconventional Monetary Policy in the Great Recession and Beyond**. Journal of Economic Perspectives, Volume 32, Number 4, Fall 2018.

LIMA, Rodrigo Barbosa de. **Quantitative Easing no Brasil**. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação). Recife: Universidade Federal de Pernambuco, 2023.

MCKINSEY & COMPANY, **O novo normal chegou: tendências que definirão 2021 – e o futuro**, 29.01.2021. Disponível em: <https://www.mckinsey.com/featured-insights/leadership/the-next-normal-arrives-trends-that-will-define-2021-and-beyond/pt-BR> (acesso em 04.12.2024).

MISHKIN, Frederic S. **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets**. 12 ed. Columbia University: Global Edition, 2019.

PAULA, Luiz Fernando de; SARAIVA, Paulo. **Pandemia do coronavírus e a retomada das políticas monetárias não convencionais nos EUA: algumas considerações à luz da crise financeira de 2007/08**, Economia e Sociedade, Campinas, v. 32, n. 1 (77), p. 53-78, janeiro-abril 2023.

PAULA, Luiz Fernando; SARAIVA, Paulo José; FERREIRA, Mateus Coelho. **Monetary Policy in Latin America during the COVID-19 crises: Was this time different?** Rio de Janeiro: UFRJ, Instituto de Economia, 2022. Texto para discussão e posterior publicação: FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F. Central Banks, and Monetary Regimes in Emerging Countries: Theoretical and empirical analysis of Latin America. Cheltenham: Edward Elgar, 2022.

PODER 360, **FED mantém taxa de juros de 5,25% a 5,50% nos EUA pela 6ª vez**. 01.05.2024. Disponível em: <https://www.poder360.com.br/economia/fed-mantem-taxa-de-juros-de-525-a-550-nos-eua-pela-6a-vez/> (acesso em 30.05.2024).

RODRIGUES, Hamilton Caetano. **Política monetária não convencional: seus impactos e efetividade em crises econômicas e financeiras**. Dissertação de mestrado. Universidade de Brasília: Brasília, 2021.

SALOMÃO, Pedro Müller Metsavaht. **Políticas não convencionais: resultados e implicações a mercados emergentes e em desenvolvimento**. Trabalho de Conclusão de Curso. Universidade de Brasília: Brasília, 2021.

SMAGHI, Lorenzo Bini. **Conventional and unconventional monetary policy** (lecture). International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB): Geneve (Switzerland), 2009. Disponível em: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090428.en.html> (acesso em 25.06.2024).

STEFANSKI, Maciej. **Quantitative easing during the Covid-19 pandemic: a cross-country study**. Collegium of Economic Analysis Working Paper Series, Number 2023/088, June 2023.

SUNO. **Banco Central descarta 'quantitative easing' e pode intervir no dólar**, 22.05.2020. Disponível em: <https://www.suno.com.br/noticias/banco-central-descarta-quantitative-easing-pode-intervir-dolar/> (acesso em 23.10.2024).

VALOR ECONÔMICO. **BC faz sexto corte na Selic e juros vão a 10,75% ao ano**. 20.03.2024. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2024/03/20/bc-faz-sexto-corte-na-selic-e-juros-va-o-a-1075percent-ao-ano.ghtml> (acesso em 30.05.2024).

VALOR ECONÔMICO. **Para onde vai a taxa de juros?** 20.03.2024. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/coluna/para-onde-vai-a-taxa-de-juros.ghtml> (acesso em 30.05.2024).

WILLIAMSON, Stephen D. **Quantitative Easing: How Well Does This Tool Work?** Federal Reserve Bank of St. Louis, 18.08.2017. Disponível em: <https://www.stlouisfed.org/publications/regional-economist/third-quarter-2017/quantitative-easing-how-well-does-this-tool-work> (acesso em 23.10.2024).