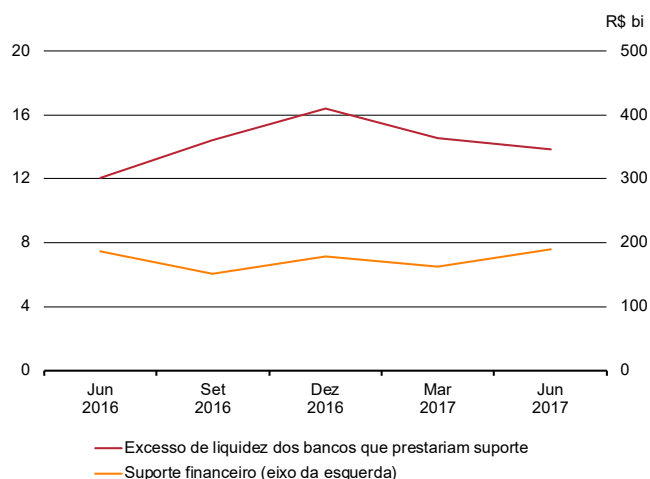
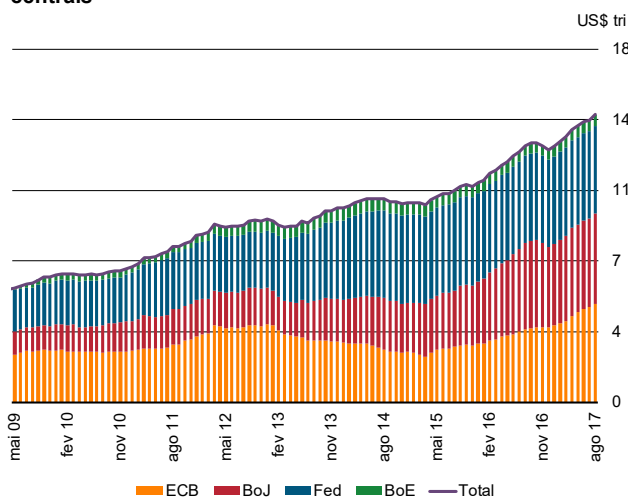


Gráfico 2.2.2 – Suporte financeiro a fundos geridos



[Anexo estatístico](#)

Gráfico 2.3.1 – Evolução dos ativos dos bancos centrais



Fonte: Bloomberg

[Anexo estatístico](#)

Constata-se que o potencial suporte financeiro a fundos geridos, comparado com o excesso de liquidez⁶⁷ dos conglomerados bancários aos quais as gestoras estão ligadas, tem se mantido em patamar reduzido (Gráfico 2.2.2). Espera-se que se mantenha nesses níveis, dado que a liquidez dos fundos e dos bancos deve seguir elevada no curto prazo, representando baixo risco à estabilidade financeira.

2.3 Balanços dos bancos centrais das economias avançadas

Os programas de compras de ativos adotados por bancos centrais de economias avançadas foram cruciais para combater os efeitos da crise financeira global de 2008/2009. Nove anos após o início da crise, o Banco Central Europeu (BCE) e o Banco do Japão (BoJ) ainda prosseguem expandindo seus ativos, enquanto o Banco da Inglaterra mantém os saldos acumulados (Gráfico 2.3.1). O *Federal Reserve* (Fed) encontra-se mais avançado no processo de normalização da política monetária, tendo o *Federal Open Market Committee* (FOMC) decidido, em sua reunião do dia 20 de setembro de 2017, anunciar o início, em outubro de 2017, da redução gradual do seu balanço. Essa decisão marca uma possível mudança de tendência nas condições financeiras globais, que se beneficiaram da ampla liquidez provida pelos bancos centrais das economias avançadas nos últimos anos.

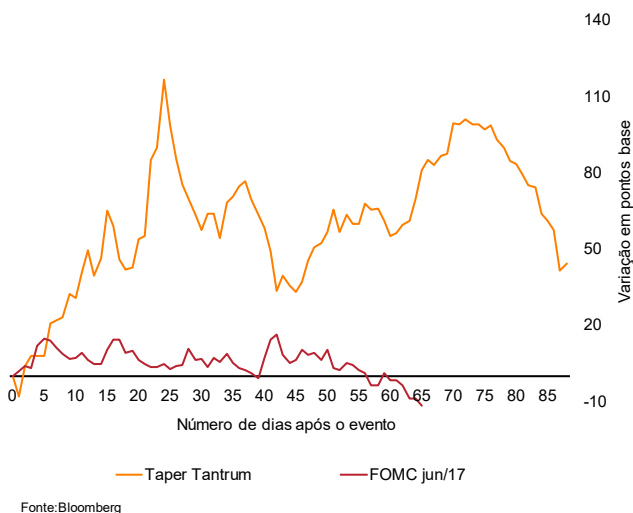
Os possíveis impactos da reversão desta política de compra de ativos são considerações importantes para as economias emergentes, incluindo a economia brasileira, dada a relevância das taxas de juros de longo prazo e da moeda americana para os mercados emergentes. Adicionalmente, a volatilidade nos mercados internacionais resultante do *taper tantrum* (TT)⁶⁸ demonstrou os impactos potenciais de mudanças na política de expansão dos balanços dos bancos centrais das economias avançadas. De acordo com o cronograma divulgado, o Fed poderá deixar de recomprar inicialmente um total máximo de US\$10 bilhões dos títulos (US\$6 bilhões em *Treasuries* e US\$4 bilhões em *mortgage-backed*

67/ O Gráfico 1.1.5, da seção de liquidez do Capítulo 1, traz a evolução do excesso de liquidez do sistema bancário.

68/ Em maio de 2013, o então presidente do Fed afirmou que o banco central americano provavelmente iria começar a reduzir (*taper*) o programa de compras de ativos ainda naquele ano. O mercado passou a tentar antecipar não apenas quando o Fed iria começar a reduzir as compras de ativos como também quando iria começar a subir as taxas de juros. O movimento especulativo decorrente teve impacto disruptivo nos mercados financeiros ao redor do mundo. AVDJIEV, S., TAKÁTS, E. (2014) *Cross-border bank lending during the taper tantrum: the role of emerging markets fundamentals*. BIS Quarterly Review.

securities) vincendos a cada mês, volume que será ampliado trimestralmente em US\$10 bilhões até o limite de US\$50 bilhões (US\$30 bilhões em *Treasuries* e US\$20 bilhões em *mortgage-backed securities*), mantendo-se constante a partir de então.

Gráfico 2.3.2 – Comparação dos efeitos – Embi+



[Anexo estatístico](#)

A decisão já era amplamente esperada, posto ter sido antecipada pelo Comitê, em 14 de junho de 2017.⁶⁹ Desde então, variáveis de mercado associadas à percepção de risco das economias emergentes têm apresentado comportamento predominantemente benigno. Em um exercício comparativo com o ocorrido após o *taper tantrum*, verifica-se que, desde a reunião do FOMC de junho de 2017, o indicador de risco soberano EMBI+ recuou cerca de 10 p.b. Após o TT, esse indicador havia registrado, em um período equivalente, alta de 90 p.b. (Gráfico 2.3.2).

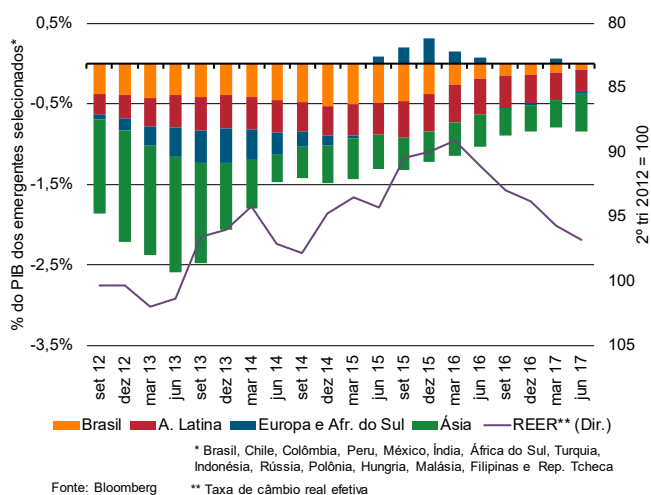
Um fator decisivo para a reação positiva do mercado foi a bem-sucedida estratégia de comunicação do FOMC, que sinalizou ao mercado a proximidade do início e os termos do ajuste no balanço. No mesmo sentido, o plano divulgado prevê redução gradual e previsível do balanço, além de garantir flexibilidade ao Fed para frear a velocidade do processo, caso as condições financeiras se deterioressem.

Além disso, a decisão do FOMC se dá em um cenário de atividade econômica mais robusta, tanto nas economias avançadas quanto nas emergentes. O crescimento mais equilibrado entre as economias avançadas facilitou o reequilíbrio entre o dólar e as demais moedas conversíveis, evitando a apreciação excessiva da moeda americana, ao passo que a estabilização da economia chinesa contribuiu para a recuperação dos preços de *commodities*. Esses dois fatores propiciam condições mais favoráveis para o apetite por risco e, em consequência, para a demanda por ativos de países emergentes.

Acrescente-se também o ajuste pelo qual passaram as economias emergentes desde o TT, no sentido de reduzir vulnerabilidade a choques externos, com destaque para a queda expressiva dos *deficits* em conta-corrente (Gráfico 2.3.3) após período de realinhamento das taxas de câmbio.

Prospectivamente, com base no cronograma divulgado, estimamos que o efeito da redução do balanço do Fed

Gráfico 2.3.3 – Conta-corrente – Emergentes selecionados*



[Anexo estatístico](#)

69/ Com a divulgação do *Addendum to the Policy Normalization Principles and Plans*, disponível em: <<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20170614c.htm>>.

Gráfico 2.3.4 – Redução do balanço: efeito acumulado equivalente nos *fed funds*

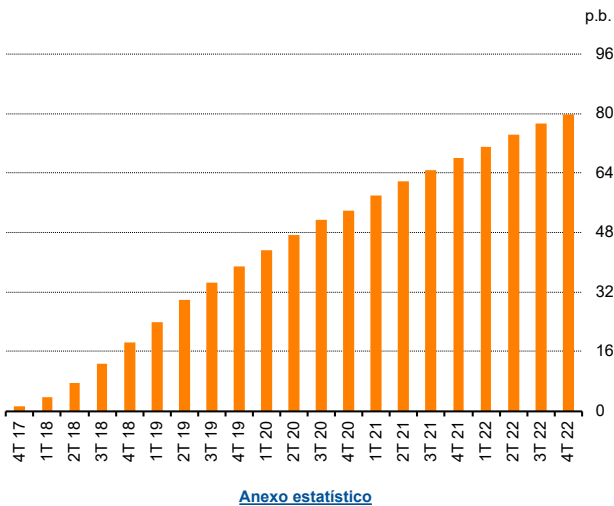


Gráfico 2.3.5 – Taxa de juros de dez anos – EUA

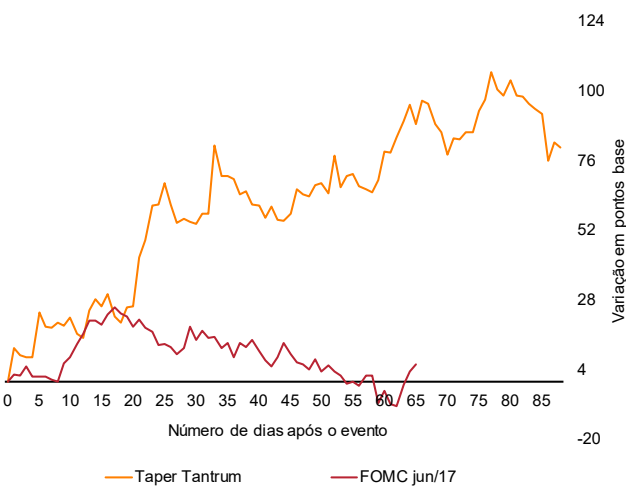
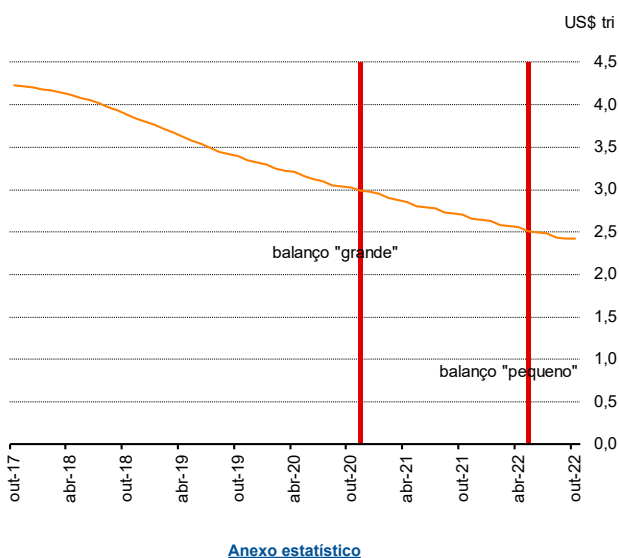


Gráfico 2.3.6 – Projeção do balanço do Fed



no crescimento da economia americana seja equivalente à elevação de 50 pbs na taxa dos *fed funds* ao longo dos próximos três anos, ressalvado o elevado grau de incerteza associado a esse tipo de estimativa (Gráfico 2.3.4).⁷⁰ O efeito sobre o crescimento se deve, primordialmente, à elevação no *term premium* e consequente aumento da inclinação da curva de juros americana. Espera-se, no entanto, que o impacto dessa elevação sobre as economias emergentes seja limitado, mantidas as condições de maior resiliência da economia global e o gradualismo com que o Fed conduzirá o processo.

A despeito dessa previsão, desde a divulgação do cronograma pelo FOMC, não se verificou uma tendência clara de elevação nas taxas longas da curva de juros nos EUA (Gráfico 2.3.5). Entre as justificativas possíveis para esse movimento estão a fraqueza relativa do dólar *vis-à-vis* outras moedas conversíveis e a constante reavaliação para baixo, pelo mercado e pelo próprio Fed, da taxa de juro neutra americana.

O encerramento do processo de redução do balanço do Fed permanece indefinido. Declarações recentes de membros do FOMC apontam que o balanço deve reduzir-se dos atuais US\$4,2 trilhões para montante entre US\$3 e US\$2,5 trilhões, resultando em um processo com duração que pode chegar a quatro ou cinco anos (Gráfico 2.3.6). Nesse cenário, o valor final do balanço permaneceria bem acima do que vigorava antes de 2008, de cerca de US\$870 bilhões.

Apesar de o Fed ser o único banco central das economias avançadas a ter anunciado, até o momento, o início da reversão das compras de ativos realizadas no pós-crise, outros bancos centrais têm adotado, nos últimos meses, um discurso mais *hawkish*.⁷¹ Nesse sentido, é provável que, nos próximos meses, sejam anunciadas medidas de redução no ritmo de compras de ativos por outros bancos centrais, com implicações importantes sobre as condições financeiras globais.

70/ Estimativa com base no FRB/US *model* e em Engen, Laubach e Reifschneider (2015), *The Macroeconomic Effects of the Federal Reserve's Unconventional Monetary Policies*, Federal Reserve Board.

71/ Destaque para a reunião promovida pelo BCE em Sintra, Portugal, no período de 26 a 28 de junho de 2017, em que as declarações de presidentes de bancos centrais sugeriram maior coordenação das autoridades no sentido de reduzir os estímulos monetários.